



## Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä



## Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä



Julkaisija VALTIONEUVESTON KANSLIA		KUVAILULEHTI 18.12.2014	
Tekijät Ulf Jakobsson ja Timo Korkeamäki		Julkaisun laji Raportti	
		Toimeksiantaja Valtioneuvoston kanslia	
		Toimielimen asettamispäivä	
Julkaisun nimi Omistus, omistajaohjaus ja määräysvalta suurissa suomalaisyrityksissä			
Tiivistelmä <p>Tarkastelemme tässä raportissa suurten suomalaisyritysten omistusrakennetta. Luomme katsauksen yritysomistuksen kehitykseen 1970-luvulta nykypäivään ja vertaamme suomalaista omistusrakennetta kansainvälisesti. Valtionomistuksen laajuus ja osuustoiminnallisten yritysten suuri rooli ovat piirteitä, jotka erottavat Suomen monista muista länsimaista. Historiallisesti pankeilla oli merkittävä asema yritysomistajina Suomessa, mutta pankkien rooli pieneni merkittävästi 1990-luvun pankkikriisin ja sitä seuranneen pankkisäätelyn myötä. Pankkien häipyminen kartalta suuomistajina näyttäisi luoneen valtatyhjiön suomalaisiin pörssiyhtiöihin. Yleisen pääomaköyhyyden vaivatessa suomalaista yrityssektoria näemme nk. ankkuriomistajien puutteen erityisenä rasitteena. Ankkuriomistajiksi luokittelemme tahot, jotka ovat aktiivisesti mukana yrityksessä, ja joita voidaan siten pitää investoijien sijaan omistajina.</p> <p>Ehdotamme työmme pohjalta, että suomalaista investointi-ilmapiiiriä tulisi pyrkiä parantamaan, sekä suomalaisten, että ulkomaalaisten investoijien silmissä. Mielestämme valtion roolia omistajana tulisi pienentää, joskin tulisi ottaa huomioon, että liian nopeita muutoksia tulisi välttää mahdollisten haitallisten sivuvaikutusten vuoksi. Taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta osuustoiminta ei ole omistusmuotona optimaalinen ratkaisu dynaamisessa, integroituneessa ja nopeasti muuttuvassa nyky-maailmassa. Osuustoiminnallisten yritysten tukemista siirtymisessä osakeyhtiöpohjalle tulisi sen vuoksi harkita. Rahoitusalan instituutiot ovat merkittäviä osakkeenomistajia sekä meillä, että muualla. Väitämme, että hajaantuneen omistajuuden ja passiivisen institutionaalisen omistajuuden malli toimii Suomessa heikommin kuin angloamerikkalaisissa talouksissa. Suomessa kannattaisi miettiä tapoja, joilla yritysjohton valta-asemaa voitaisiin vahvistaa siten, että yritysjohto pystyisi tavoittelemaan pitkän aikavälin tavoitteita vakaammalta pohjalta. Lopuksi, suomalaisesta osakemarkkinasta täytyy tehdä nykyistä houkuttelevampi. Laajempi osallistuminen osakemarkkinoille toisi mukanaan laaja-alaisia etuja taloudellemme.</p>			
Avainsanat Omistaminen, omistajaohjaus, pääomamarkkinat, rahoitus, investoinnit			
Sarjan nimi ja numero Valtioneuvoston kanslian raporttisarja 5/2014		ISSN 2341-7161	ISBN (painettu)
Kokonaissivumäärä 45	Kieli Fi	Luottamuksellisuus julkinen	ISBN (PDF) 978-952-287-138-1
Kustantaja Valtioneuvoston kanslia Julkaisu PDF:nä: <a href="http://www.vnk.fi/julkaisut">www.vnk.fi/julkaisut</a> Lisätietoja: <a href="mailto:julkaisut@vnk.fi">julkaisut@vnk.fi</a>		Taitto Valtioneuvoston kanslia/Politiikka-analyysiyksikkö	

Utgivare STATSRADETS KANSLI		PRESENTATIONSBLAD 18.12.2014	
Författare  Ulf Jakobsson och Timo Korkeamäki		Typ av publikation Rapport	
		Uppdragsgivare Statsrådets kansli	
		Datum då utredningen tillsattes	
Publikationens namn  Ägande, ägarstyrning och bestämmanderätt i stora finländska företag			
Sammandrag  <p>I denna rapport behandlar vi ägarstrukturen i stora finländska företag. Vi ger en översikt över utvecklingen av företagsägandet från 1970-talet fram till i dag och jämför den finländska ägarstrukturen internationellt. Det statliga ägandets omfattning och de kooperativa företagens stora roll är särdrag som skiljer Finland från många andra västländer. Historiskt sett har bankerna haft en betydande ställning som företagsägare i Finland, men deras roll minskade avsevärt i och med bankkrisen på 1990-talet och den reglering av bankerna som följde. Det verkar som om det uppstått ett maktvakuum i de finländska börsbolagen då bankerna försvann från kartan som storägare. Då den finländska företagssektorn lider av allmän kapitalfattigdom ser vi bristen på s.k. ankarinnehav som en särskild påfrestning. Med ankarinnehavare avses sådana aktörer som aktivt är med i ett företag och sålunda kan anses som ägare i stället för investerare.</p> <p>Utifrån från vårt arbete föreslår vi att man borde försöka förbättra den finländska investeringsatmosfären såväl ur finländska som utländska investerares perspektiv. Vi anser att statens roll som ägare borde bli mindre, även om alltför snabba förändringar bör undvikas med tanke på eventuella skadliga biverkningar. Med tanke på ekonomisk effektivitet är Kooperation som ägandeform inte en optimal lösning i dagens dynamiska, integrerade och snabbt föränderliga värld. Därför borde man överväga att stödja kooperativa företag som ombildas till aktiebolag. Företagen inom finanssektorn är betydande aktieägare både hos oss och i andra länder. Vi anser att en modell med splittrat ägarskap och passivt institutionellt ägarskap fungerar sämre i Finland än i de angloamerikanska ekonomierna. I Finland borde vi överväga olika sätt att stärka företagsledningens maktposition så att företagsledningen kan ställa upp långsiktiga mål utifrån en stabilare grund. Slutligen måste man göra den finländska aktiemarknaden attraktivare än den är i dag. En större delaktighet i aktiemarknaden skulle medföra omfattande fördelar för vår ekonomi.</p>			
Nyckelord			
Publikationsseriens namn och nummer Statsrådets kanslis rapportserie 5/2014		ISSN 2341-7161	ISBN (tryck)
Sidantal 45	Språk Fi	Sekretessgrad Offentlig	ISBN (PDF) 978-952-287-138-1
Förläggare Statsrådets kansli Publikationen som PDF: <a href="http://www.vnk.fi/julkaisut">www.vnk.fi/julkaisut</a> Ytterligare information: <a href="mailto:julkaisut@vnk.fi">julkaisut@vnk.fi</a>		Layout Statsrådets kansli/Enheten för politikanalys	

## ESIPUHE

Talousneuvostossa ja julkisessa keskustelussa laajemminkin on viime aikoina kiinnitetty huomiota yritysten omistusrakenteen merkitykseen kansantalouden kasvun ja työllisyyden näkökulmasta. Keskustelua on käyty mm. ulkomaisen omistuksen merkityksestä, pörssin suhteellisen aseman hiipumisesta sekä valtion asemasta yritysten omistajana. Suomalaisten yritysten kytkeytyminen osaksi kansainvälisiä arvoketjuja on nostanut valokeilaan erityisesti omistuksen kansallisuuden: voittojen ja arvonnäytteen kohdentuminen eri maihin riippuu osaltaan yritysten pääkonttoreiden sijainnista, joka on puolestaan usein kytköksissä omistajuuteen.

Näiden ajankohtaisten ja osin vastauksia vaille olevien kysymysten siivittämänä talousneuvoston sihteeristö tilasi keväällä 2014 dosentti Ulf Jakobssonilta ja professori Timo Korkeamäeltä selvityksen, jossa tarkastellaan yritysten omistamista ja omistajaohjausta Suomessa. Koska Ulf Jakobsson on hiljakkoin tehnyt vastaavaa selvitystyötä Ruotsin osalta, katsottiin erityisen hyödylliseksi toteuttaa hanke suomalais-ruotsalaisena yhteistyönä. Nyt käsillä oleva loppuraportti tarjoaa kompaktin katsauksen suomalaisen omistamisen kehitykseen 1970-luvulta tähän päivään ja arvioi tilannetta uusimman tutkimustiedon valossa. Raportti kiinnittää erityistä huomiota siihen, miten yritysten omistusrakenteet vaikuttavat niiden suunnitteluhorisonttiin, investointeihin ja uudistumiskykyyn. Yksi keskeisistä havainnoista on, että suomalaisessa yritysmaailmassa on puutetta vahvasta ja pitkäjänteisestä kontrolliomistamisesta, joka takaisi mahdollisuuden yrityksen järkevään kehittämiseen. Tekijät pohtivat ja ehdottavat ongelmaan myös vaihtoehtoisia ratkaisumalleja.

Hankkeen väliraportointi talousneuvostolle toteutettiin kesäkuussa 2014. Hankkeen valmistelua on osaltaan tukenut pääministeri Jyrki Kataisen johdolla ja omistajavuoropuhelun nimellä kokoontunut, suomalaisista päättäjistä ja asiantuntijoista koostuva keskusteluryhmä. Elokuussa 2014 järjestettiin asiantuntijaseminaari, johon osallistuivat hallituksen puheenjohtaja Pekka Ala-Pietilä (Solidium), hallituksen puheenjohtaja Anne Berner (Vallila Interior), toimitusjohtaja Marika af Enehjelm (Suomen pääomasijoitusyhdistys), hallituksen varapuheenjohtaja Jussi Herlin (Kone Oyj), johtaja Seija Ilmakunnas (Palkansaajien tutkimuslaitos), toimitusjohtaja Sari Lounasmeri (Pörssisäätiö), toimitusjohtaja Timo Löyttyniemi (Valtion Eläkerahasto), toimitusjohtaja Matti Vanhanen (Perheyrittäjien liitto), ylijohtaja Juhana Vartiainen (Valtion taloudellinen tutkimuskeskus) sekä toimitusjohtaja Matti Vuoria (Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma). Tahdon lausua heille kaikille talousneuvoston sihteeristön puolesta lämpimät kiitokset kommentteista ja osallistumisesta keskusteluun. He eivät luonnollisestikaan ole millään muotoa vastuussa raportin sisällöstä. Lopuksi haluan kiittää tekijöitä ansiokkaasta työstä, joka toivottavasti herättää keskustelua ja tarjoaa aineksia tarpeelliseen uudistustyöhön tällä taloudellisen toimeliaisuuden kannalta erinomaisen tärkeällä saralla.

Helsingissä 18.12.2014

Pekka Sinko  
Talousneuvosto pääsihteeri





# Sisällys

Esipuhe .....	5
1 Johdanto.....	9
2 Pörssiyhtiöiden rooli Suomen taloudessa.....	13
3 Yhtiöiden määräysvaltasuhteiden kehitys Suomessa.....	18
4 Omistusmallit – mitä tutkimukset kertovat? .....	27
5 Loppupäätelmät.....	37
Lähteet.....	43



# 1 JOHDANTO

Suomella on vastassaan suuria taloudellisia haasteita. Niihin on useita syitä. Merkittävimpiä näistä ovat metsäteollisuuden rakenteelliset muutokset, aiemmin menestyksekkään teknologiasektorin romahdus ja kustannuskilpailukykyyn yleinen heikkeneminen.

Sekä Suomessa että Ruotsissa kustannuskilpailukykyyn liittyvät ongelmat on perinteisesti ratkaistu devalvaation avulla. Eurojäsenyyden vuoksi Suomella ei enää ole tätä vaihtoehtoa, mikä korostaa tarvetta ryhtyä muihin keskipitkän aikavälin sopeutustoimiin. Tämä asettaa vaatimuksia Suomen taloudelle sen kaikilla osa-alueilla. Sopeutumiskyky määräytyy useista eri tekijöistä. Yksi niistä on ne mekanismit, joiden kautta määräysvaltaa käytetään yrityksissä, varsinkin suomalaisissa suuryhtiöissä. Vaikka nykyinen kriisi ei missään tapauksessa johdu omistajaohjaukseen tai määräysvaltaan liittyvistä kysymyksistä, se on kuitenkin paljastanut suomalaisen järjestelmään liittyviä heikkouksia. Omistajaohjaukseen ja määräysvaltaan liittyvien kysymysten merkitys on siten korostunut nykyisen taloudellisen kriisin vallitessa.

Tämän tutkimuksen päätavoitteena on selvittää määräysvallan jakautumista isoissa suomalaisyrityksissä. Etenkin pörssiyhtiöissä omistuksen ja määräysvallan eriytyminen on omiaan aiheuttamaan ongelmia. Tarkastelemme tässä raportissa kysymystä, mitä yhtiöiden sisäisiä ohjaus-järjestelmiä pitäisi kehittää ja miten.

Pörssiyhtiöiden määräysvaltaa koskevat ongelmat eivät suinkaan rajoitu Suomeen. Monet muut maat ovat samojen haasteiden edessä. Suuryritysten rooli on parin viimeisen vuosikymmenen aikana muuttunut huomattavasti ja perinteiset yritysten määräysvaltaa koskevat ratkaisut on asetettu kyseenalaisiksi. Monet näistä haasteista liittyvät uusiin yritysomistamisen muotoihin. Globalisaatio on kasvattanut kansainvälistä omistusta. Samaan aikaan eläke-rahastojen ja vakuutusyhtiöiden kaltaiset institutionaaliset sijoittajat ovat nousseet merkittäviksi omistajiksi. Institutionaaliset sijoittavat poikkeavat perinteisistä määräysvaltaa käyttävistä omistajista siinä, että ensin mainituilla on periaatteessa vain yksi päämäärä eli sijoituksen riskikorjattu tuotto. Palaamme tähän teemaan jäljempänä.

Tuoreet tutkimukset osoittavat, että yritysten määräysvaltaa sääntelevät järjestelmät ja käytännöt vaihtelevat huomattavasti maasta toiseen. Maakohtaiset järjestelmät perustuvat pitkälti kansalliseen kehityshistoriaan ja kyseisen maan perinteisiin ja kehitykseen. Perinteiden lisäksi yhtiöiden määräysvaltaa koskeviin lakeihin ja asetuksiin vaikuttaa myös muuhun liiketoimintaan kohdistuva sääntely. Ei siis ihme, että yritysten ohjausta ja määräysvaltaa koskevat kansainväliset suositukset eivät tahdo toimia.

Maitten välisistä eroavaisuuksista huolimatta yhtiöiden määräysvaltaa koskevat säädökset ovat viime vuosina yhdenmukaistuneet. Ilmeisiä syitä tähän kehitykseen ovat rahoitusmarkkinoiden ja omistamisen kansainvälistyminen. Edelleen etenevä harmonisointi tuntuu luontevalta ratkaisulta, kun kansainvälistymistä halutaan edistää. Euroopassa ratkaiseva rooli sääntelyn yhtenäistämässä on tietenkin ollut EU:lla. Maailmanlaajuisen sääntelyn esikuvana on pitkälti toiminut angloamerikkalainen malli, ja eurooppalaisen regulaation muutoksissa on lähennyttävä brittiläistä järjestelmää.

Todennäköisin syy angloamerikkalaisen mallin yleistymiseen on kyseisten maitten johtava rooli maailman finanssimarkkinoilla. Myös huomattava osa asiaan liittyvästä akateemisesta tutkimuksesta tehdään näissä maissa juuri näihin markkinoihin perustuen. Määräysvallan

käyttöä koskevista järjestelmissä on kuitenkin merkittäviä poikkeamia angloamerikkalaisten valtioiden ja muun maailman – esimerkiksi Suomen ja Ruotsin – välillä. Angloamerikkalaisissa maissa yhtiöiden määräysvalta perustuu hajanaiseen omistukseen ja toimivan johdon ohjaukseen pikemmin kuin omistukseen, joka taas on normina Manner-Euroopassa. Yhdysvalloissa käytännön määräysvalta on usein toimivalla johdolla, kun taas Isossa-Britanniassa asioista yleensä päättää yhtiön hallitus, jonka jäsenillä ei välttämättä ole läheistä yhteyttä osakkeenomistajiin. Väitämme, että angloamerikkalaisten maiden sääntelykäytäntö soveltuu huonosti maihin, joissa toimivan johdon määräävää asemaa ei hyväksytä tai se ei edes ole mahdollinen.

Vaikka angloamerikkalainen vaikutus pohjoismaisiin markkinoihin onkin ollut myönteistä siinä, että se on lisännyt avoimuutta ja läpinäkyvyyttä ja myös siinä, että se on jossakin määrin parantanut vähemmistöosakkaiden asemaa, tämä vaikutus on kuitenkin edellä kuvatulla tavalla kärjistänyt yritysten määräysvaltaan liittyviä kysymyksiä. Sääntely Ruotsissa ja Suomessa on hyvin samankaltaista, mikä puolestaan johtuu siitä, että maiden lainsäädäntö juontuu yhteisestä perinteestä ja siitä, että maat ovat tehneet yhteistyötä sääntelyjärjestelmiä uudistaessaan. Ehkä tärkeintä yhtiöissä käytettävän määräysvallan näkökulmasta on, että molempien maiden lainsäädäntö antaa merkittävästi valtaa yhtiökokouksille. Keskeisin tähän liittyvistä määräyksistä on, että yhtiökokous voi kummassakin maassa halutessaan erottaa hallituksen. Se taas voi puolestaan vaihtaa yhtiön toimivan johdon. Tästä seuraa, että taho, jolla on yhtiökokouksessa enemmistö, voi myös viime kädessä määrätä yhtiön asioista.

Jos kukaan yksittäinen omistaja ei halua tai ei pysty ryhtymään määräysvaltaa käyttäväksi omistajaksi, yhtiö jää ilman selkeää isäntää. Angloamerikkalaisessa ympäristössä määräysvalta jää yhtiön hallitukselle tai toimivalle johdolle, ja tämä onkin täysin normaali tilanne näissä maissa. Suomessa ja Ruotsissa hallituksella ja johdolla ei olisi lain mukaan oikeutta ottaa vastaavaa valtaa. Hallituksella tai toimivalla johdolla ei ole laillista oikeutta toimia omin päin omistusta ja määräysvaltaa koskevista kysymyksistä. Siksi vaihtoehto, jossa määräysvaltaa käyttää toimiva johto, ei ole Suomessa tai Ruotsissa mahdollinen.

Angloamerikkalainen sääntely perustuu hajanaiseen omistukseen ja toimivan johdon ohjaukseen, ja siten se ei istu pohjoismaalaiseen yhtiöiden määräysvaltaa koskevaan lainsäädäntöön. Angloamerikkalaiseen malliin tukeutuvat uudistukset ovat omiaan rajoittamaan omistajien määräysvaltaa, jolloin riskinä pohjoismaisessa toimintaympäristössä on, että paikallisiin yrityksiin syntyy valtatyhjiö.

Ruotsilla on pitkä perinteet suuryritysten omistuksen sääntelyssä. Sen vuoksi on perusteltua puhua pörssiyritysten omistajaohjausta ja määräysvaltaa koskevasta ”Ruotsin mallista”. Siinä yrityksellä on yleensä vain yksi kontrolliomistaja, joko yksittäinen henkilö tai suku. Usein määräysvalta perustuu omistusrakenteeseen, jossa eri osasarjoilla on eri äänimäärä. Kansainvälistymisestä ja kasvavasta institutionaalisesta omistuksesta huolimatta eri osakesarjoihin perustuva omistus jatkuu edelleen ruotsalaisissa pörssiyrityksissä. Ajan oloon järjestelmään kohdistuu kuitenkin haasteita, kuten esimerkiksi Henrekson ja Jakobsson (2012) osoittavat.

”Ruotsin mallin” mukaisella määräysvallan sääntelyllä on merkitystä myös suomalaisyrityksille. Suomessa yksityinen määräysvaltaa käyttävä omistaja ei kuitenkaan ole pörssiyrityksissä yhtä hallitsevassa asemassa. Meillä keskeistä osaa esittää valtionomistus. Lisäksi useimmilla suomalaisyrityksillä ei edes ole yhtä määräävässä asemassa olevaa omistajaa. Käytännössä institutionaaliset sijoittajat käyttävät valtaa suomalaisyrityksissä hallitusnimitysten yhteydessä.

Valtion merkittävä omistusosuus perustuu maan historiaan. Monet suomalaisyritysten omistusrakenteessa tapahtuneet muutokset juontuvat verrattain tuoreisiin kehityskulkuihin. Sodan jälkeen ja 1990-luvun alkuun asti valtaa suomalaisissa pörssiyhtiöissä käytti kaksi johtavaa pankkiryhmittymää. Niiden asema muistutti japanilaista keiretsu-järjestelmää ja saksalaista pankkikeskeistä järjestelmää. Määräysvalta perustui suoraan omistukseen ja pankkien ohjaamaan ristiinomistukseen.

Suomen 1990-luvun pankkikriisi ja siihen liittyvät uudet, pankkien suoria omistuksia rajoittavat säädökset pakottivat pankit luopumaan valta-asemistaan. Tyhjiötä ovat sittemmin täyttäneet suomalaiset että ulkomaalaiset institutionaaliset sijoittajat. Mitään merkittäviä pyrkimyksiä suomalaisen yksityisomistuksen kannustamiseksi ei ole tänä aikana nähty. Sen sijaan esimerkiksi kahden osakesarjan yritysten määrässä on todettavissa selvä lasku.

Vaikuttaa siltä, että sekä poliitikoilta, että kansalaisilta laajemminkin on jäänyt huomaamatta se perustavanlaatuinen muutos, joka suomalaisten yritysten määräysvallassa on pankkien otteen rauettua tapahtunut. Mahdollisia syitä on useita. Yksi on se, että "suurpankkimallin" perusta on jossakin määrin säilynyt, kun taas pankkien suora omistus on vähentynyt. Toinen mahdollinen syy on, että kehityskulku jäi Nokian myötä huomaamatta – omistukseltaan hajanaisen pörssiyhtiön poikkeuksellinen menestys jollakin tavoin peitti sen, mitä suomalaisyritysten määräysvallassa oli laajalti ottaen tapahtumassa.

Kuten jo edellä todettiin, erittäin harvoissa suomalaisyrityksissä on yksi määräysvaltaa käyttävä omistaja. Merkittävässä osassa yrityksiä pääomistajana on Suomen valtio tai jokin institutionaalinen omistaja. Siten on vaikea osoittaa mitään tiettyä ryhmää, joka kantaisi vastuun yrityksen tulevaisuudesta ja jatkuvuudesta. Emme pidä tätä hyvänä lähtökohtana yrityksen tulevan kehityksen ja suunnittelun kannalta. Palaamme asiaan jäljempänä.

Esitämme tässä raportissa edellä kuvatun tilanteen analyysin seuraavassa muodossa:

Koska keskitymme selvityksessä suomalaisiin pörssiyhtiöihin, on luontevaa aluksi kuvata näiden yhtiöiden roolia Suomen taloudessa. Asiaa käsitellään luvussa 2. Luvussa 3 kuvaamme määräysvallan käyttöä ja omistusta suomalaisyhtiöissä viimeisten vuosikymmenten aikana. Tänä aikana suomalaisyritysten omistajaohjauksessa ja määräysvallassa on tapahtunut merkittäviä muutoksia. Näitä ovat mm. rahamarkkinoiden sääntelyn vapautuminen, etenevä kansainvälinen taloudellinen yhdentyminen ja globalisaatio sekä niitä seurannut yritysten omistuksen kansainvälistyminen. Koska kaikki nämä muutokset liittyvät toisiinsa, on luontevaa kuvata Suomessa tapahtunutta kehitystä kansainvälistä taustaa vasten. Suomen ja Ruotsin samankaltaisuus esimerkiksi teollisen rakenteen ja juristien traditioiden osalta sekä näiden kahden naapuritalouden kietoutuminen toisiinsa tarjoaa hyvän syyn tehdä vertailuja Suomen ja Ruotsin välillä.

Suora empiirinen tarkastelu, jossa vertaillaan yritysten omistajaohjausta ja määräysvaltaa koskevia järjestelmiä Suomessa, ei kuulu tutkimuksen piiriin. Sen vuoksi tätä kysymystä tarkastellaan lähinnä kirjallisuuslähteiden pohjalta. Omistajaohjausta ja määräysvaltaa on tutkittu laajalti kansainvälisesti, joten olemme voineet työssämme tukeutua lukuisiin aiemmin tehtyihin selvityksiin. Joitakin osa-alueita, kuten kansainvälistä omistusta, on tutkittu paljon myös Suomessa. Näistä aiemmista tutkimuksista tehdyt johtopäätökset on esitetty luvussa 4.

Kuten edellä mainittiin, suuri osa tutkijoista on tarkastellut tätä kysymystä angloamerikkalaisessa ympäristössä. Monet tutkijat ovat tehneet vertailuja sellaisten yhtiöiden välillä, joissa on määräysvaltaa käyttäviä suuromistajia, ja sellaisten, joissa omistus on hajanaista. Koska toimivan johdon määräysvalta ei edellä esitetyistä syistä voi toteutua Suomessa vastaavassa laajuudessa, nämä vertailut eivät ole tämän tutkimuksen kannalta keskeisiä. Ajan oloon, kun muutokset sääntelyrakenteissa käyvät mahdollisiksi, ne voivat osoittautua relevanteiksi ja kiintoisiksi myös suomalaisesta näkökulmasta. On kiintoisaa havaita, että omistusta angloamerikkalaisessa ympäristössä tarkastelevissa vertailevissa tutkimuksissa varsin usein oletetaan, että on olemassa taho tai tahoja, jotka käyttävät suoraa määräysvaltaa yrityksessä. Esimerkiksi institutionaalisen omistuksen vaikutuksia arvioidaan usein siitä perusoletuksesta käsin, että määräysvaltaa käyttää joko toimiva johto tai muu määräävä taho. Luvussa 4 tarkastellaan kuitenkin myös institutionaalisten sijoittajien määräysvallan merkitystä.

Tässä tutkimuksessa keskitytään pääasiassa pörssiyhtiöihin. Niillä on merkittävä rooli Suomen taloudessa, ja määräysvallan käyttöön liittyviä mahdollisia ongelmia voidaan tarkastella tämän kohderyhmän sisällä. On selvää, että vaihtoehtoinen myönteinen lopputulema Suomen talouden kannalta olisi, että kasvua syntyisi myös pörssiyhtiöiden ulkopuolella. Siksi luvussa 4 tarkastellaan myös omistusrakennemalleja, jotka eivät rajoitu julkisen kaupankäynnin kohteina oleviaan yhtiöihin. Esimerkiksi eräiden mittareiden perusteella osuuskunnilla on Suomessa keskeisempi rooli kuin missään muussa teollisuusmaassa, ja ne toimivat tietenkin pörssin ulkopuolella.

Kansainvälisen omistuksen merkitys on kasvanut kaikkialla maailmassa, eikä Suomi ole poikkeus. Ulkomainen omistus pörssiyhtiöissä on yleensä luonteeltaan varsin passiivista niin, että ulkomaiset omistajat usein mieluummin äänestävät jaloillaan sen sijaan, että pyrkisivät aktiivisesti vaikuttamaan omistamiensa yritysten johtamiseen. Osa yrityksistä on myös siirtynyt yksityisten ulkomaisten omistajien käsiin, kun ulkomaiset ostajat ovat ottaneet yhtiön pois pörssistä. Näistä yrityksistä on tullut ulkomailla pääkonttoriaan pitävien suuryritysten tytäryhtiöitä. Tätäkin kehitystä ja sen vaikutuksia tarkastellaan luvussa 4, jossa käsitellään myös pääomasijoittajien mahdollista roolia suomalaissa suuryrityksissä.

On kaksi kysymystä, joita pidämme tutkimusteeman kannalta keskeisinä. Ensinnäkin Suomessa on pulaa aktiivisista määräysvaltaa käyttävistä omistajista. Toinen kysymys liittyy suomalaisyritysten kasvavaan kansainvälistymiseen. Myös näitä molempia kysymyksiä tarkastellaan luvussa 4.

Lopuksi luvussa 5 tarkastellaan analyysin tuloksia harjoitettavan politiikan kannalta.

## 2 PÖRSSIYHTIÖIDEN ROOLI SUOMEN TALOUDESSA

Tässä luvussa tarkastellaan osakemarkkinoiden ja pörssiyhtiöiden roolia Suomen taloudessa. Selvitämme osakemarkkinoiden kehitystä 1970-luvulta nykyhetkeen, ja esitämme joitakin ajatuksia näiden markkinoiden roolista tänään.

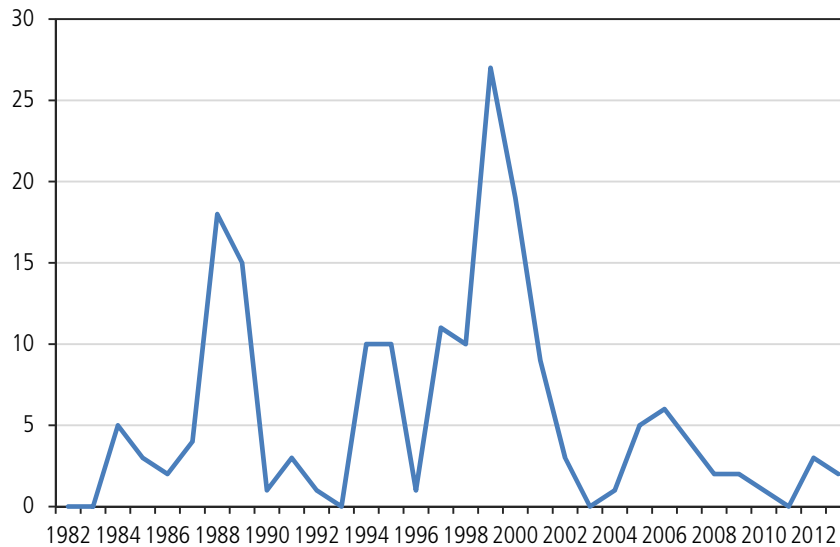
1970-luvulla Suomen osakemarkkinat olivat pienet ja kehittymättömät, ja suomalaisyritysten omistusrakenne muistutti ns. "main bank" rakennetta. Kullakin liikepankilla oli nimittäin oma vaikutuspiirinsä, jossa ne käyttivät valtaa ja tarjosivat sekä pääoma- että velkarahoitusta (Korkeamäki, et al., 2013). Markkinat olivat jähmeät ja sisäpiirin tuntuva vaikutusvalta karkotti piensijoittajat. Suomalaiset eivät saaneet sijoittaa ulkomaisiin osakkeisiin, mikä paradoksaalisesti vähensi myös halukuutta sijoittaa kotimarkkinoille, koska salkkuja ei pystytty hajauttamaan (Hietala, 1989). Vaikuttaa siltä, että Suomessa edelleen esiintyvä kielteinen asenne osakemarkkinoita kohtaan juontuu 1970-luvulta ja sisäpiiriläisten ja pankkien tuolloisesta vaikutusvallasta. Osakemarkkinoita ei myöskään nähty hyvänä keinona hankkia pääomia. Sääntely ja verotus suosivat tuohon aikaan vahvasti pankeista tulevaa velkarahoitusta (Hyytinen, et al., 2003).

Koko 1970-luvun aikana Helsingin pörssiin listautuneiden yhtiöiden määrä nousi 43:sta 49:ään (Korkeamäki, et al., 2013). Osakemarkkinoiden koko BKT:hen verrattuna supistui 1970-luvulla, ja vuosikymmenen lopulla osakemarkkinoiden kokonaisarvon ja BKT:n välinen suhde oli alle 10 prosenttia, mikä on tyypillinen lukema kehittyville talouksille, joiden osakemarkkinat ovat alikehittyneet. Heikot liiketoimintakäytännöt ja vallitsevat sosiaaliset normit huolehtivat siitä, että kiinnostus yritysten omistamiseen julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden kautta pysyi laimeana.

Suomalaisyritysten osakkeenomistuksen suosio kääntyi jyrkkään kasvuun 1980-lvulla. Sääntelyä oli uudistettu vuoden 1980 osakeyhtiölailla lisäämällä avoimuutta, ja lakisääteisyys lisäsi yritykset sopeutuivat myös vapaaehtoisesti tilanteeseen pyrkien aktiivisesti hankkimaan rahoitusta liiketoiminnan kasvattamiseksi. Yrityksissä alettiin esimerkiksi yleisesti soveltaa kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja ja tehdä kaksoistilinpäätöksiä erityisesti ulkomaisia sijoittajia silmällä pitäen (Hyytinen, et al., 2003; Kasanen, et al., 1996). 1970-luvun stagnaation jälkeen osakemarkkinat kasvoivat 1980-luvulla voimakkaasti, varsinkin vuosikymmenen lopulla. Osaksi vilkastuminen johtui suomalaispankkien avokätisyydestä niiden kilpaillessa aggressiivisesti osuuksista lainamarkkinoilla (Vihriälä, 1997).

Pörssilistautumiset lisääntyivät voimakkaasti 1980-luvulla, kuten kuvio 1 osoittaa. On syytä muistaa, että vuodesta 1970 vuoteen 1979 Helsingin pörssiin listautuneiden yhtiöiden määrä kasvoi vain kuudella. 1980-luvun lopulla maassa koettiin ensimmäisen merkittävä julkisten listautumisten aalto. Toinen aalto osui vuosituhannen vaihteeseen IT-kuplan vuosiin. Mielenkiintoinen havainto tässä yhteydessä on, että isoihin osakemarkkinoihin verrattuna Suomen listautumisaallot ilmenivät yleensä viiveellä – vuosi tai pari myöhemmin kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.

**Kuvio 1** Suomalaisyhtiöiden listautumiset pörssiin vuosina 1982–2013.



Lähde: Nasdaq OMX.

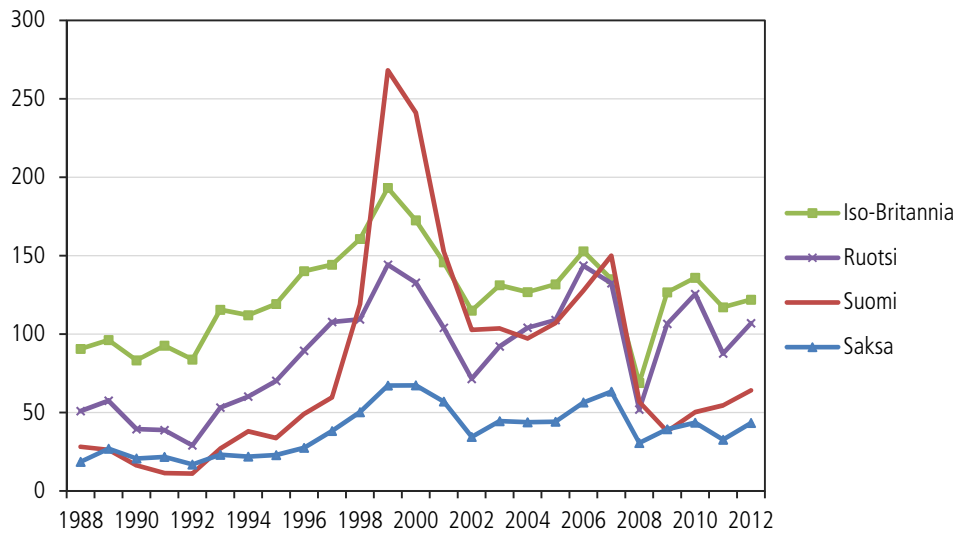
Suomen osakemarkkinat olivat kehittymässä vaiheeseen, jossa niillä alkoi olla merkittävä rooli yritysrahoituksessa, ja tämä tapahtui jo ennen Nokian menestyksen vuosia – aihe, jota tarkastellaan jäljempänä. Osakemarkkinoiden kokonaisarvon ja BKT:n välinen suhde muuttui 9,2 prosentista 42,3 prosenttiin vuosina 1985–1994. (Ruotsissa vastaava muutos samalla aikavälillä oli 29,6–72,1 %)<sup>1</sup> Myös edellä mainittu suomalaisia koskenut kielto sijoittaa ulkomaisiin osakkeisiin kumottiin vuonna 1986 (Hietala, 1989). Osakemarkkinoiden buumi tunkeutui ainakin useimpien suomalaisten tajuntaan, kun muutamat äkkirikastuneet osakeporhot paisattelivat julkisuuden valokeilassa. Vastoin odotuksia omistaminen Helsingin pörssissä jopa hieman keskittyi entisestään 1980-luvulla niin, että suurimpien omistajien osuus osingoista nousi: vuonna 1980 tämä osuus oli 22 prosenttia ja vuonna 1990 28 prosenttia. Kolmen suurimman omistajan osalta vastaavat luvut olivat 36 prosenttia (1980) ja 44 prosenttia (1990) (Hyytinen, et al., 2003).

Nokialla ja IT-sektorin räjähdysmäisellä kasvulla alkoi myös olla tuntuja vaikutuksia osakemarkkinoilla. Tämä käy ilmi kuviosta 2, joka havainnollistaa osakemarkkinoiden kehitystä 1980-luvun lopulta vuoteen 2011. Lisäksi kaaviossa verrataan Suomen kasvulukuja Saksan, Ison-Britannian ja Ruotsin osakemarkkinoiden kehitykseen. Käyrä osoittaa osakemarkkinoiden arvoa suhteessa BKT:hen, mikä on yleisesti käytetty osakemarkkinoiden arvonkehitystä kuvaava mittari. Verrokkimarkkinoista Ison-Britannian ja Ruotsin markkinoita pidetään yleisesti markkinavetoisina talouksina, kun taas Saksa nähdään pankkivetoisena maana, jossa julkisilla osakemarkkinoilla on näitä vähäisempi rooli. Nokian ja IT-kuplan vaikutus Suomen osakemarkkinoihin näkyy kaaviossa selvästi. Suomi oli 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alkupuolella samalla tasolla kuin Saksa, mutta 1990-luvun loppuun mennessä Suomen osakemarkkinoiden arvo BKT:hen verrattuna ylitti kirkkaasti Ison-Britannian vastaavan lukeman. Viimeisinä kaavion kuvaamina vuosina Suomi on jälleen palannut Saksan tasolle.

<sup>1</sup> Lähteet: IFC Emerging market year book ja OECD.

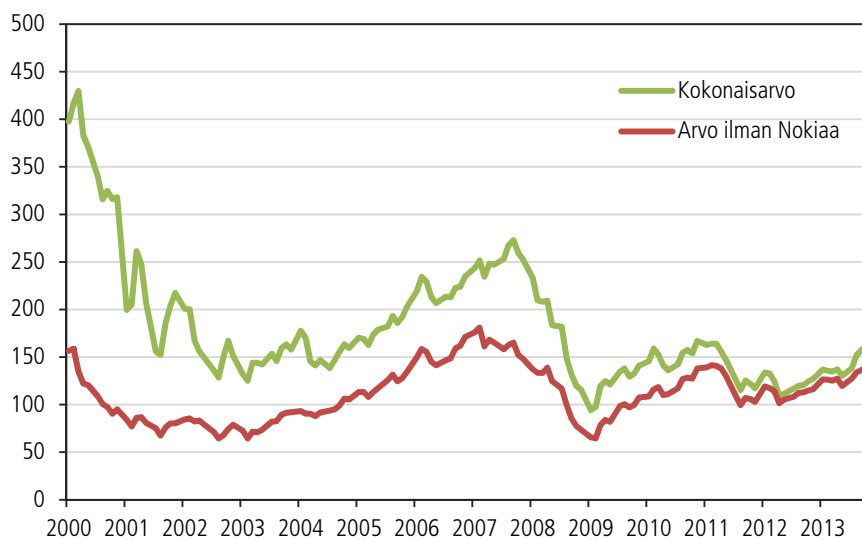


**Kuvio 2** Pörssiyhtiöiden markkina-arvo (%) suhteessa BKT:hen Saksassa, Suomessa, Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa vuosina 1988–2012.



Eräissä aiemmissa tutkimuksissa on kehuttu, että Helsingin pörssi olisi maailman kansainvälisimpiä pörsejä ulkomaisen omistuksen suuren osuuden vuoksi. Suomalaisten pörssiyhtiöiden ulkomaista omistusta koskevia historiatilastoja vääristää kuitenkin Nokian vaikutus kokonaislukuihin. Enimmillään Nokian osuus Helsingin pörssin markkina-arvosta oli noin 70 prosenttia, ja noin 90 prosenttia yhtiön omistuksesta oli ulkomaalaisten käsissä. Nokian vahva vaikutus tilastoihin on silmällä nähtävä myös kuviossa 3, joka kuvaa Suomen osakemarkkinoiden kokonaisarvon kehitystä vuosina 2000–2013. Jos Nokia sisällytetään lukuihin, Suomen osakemarkkinat supistuivat viimeisen vuosikymmenen aikana merkittävästi pääosin Nokian ansiosta, mutta vaikka Nokian vaikutus eliminoitaisiin, markkinat eivät kyseisenä ajanjaksona kasvaneet.

**Kuvio 3** Suomen osakemarkkinoiden arvo Nokian vaikutus mukaan lukien ja ilman sitä vuosina 2000–2013.



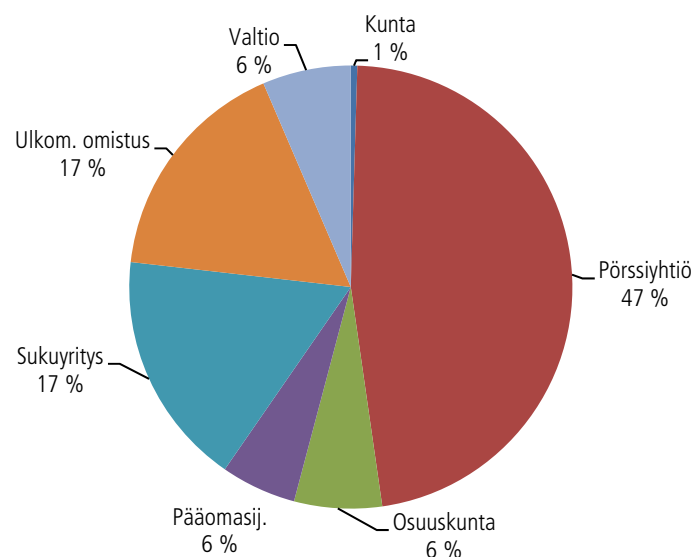
Lähde: Euroclear.

Vaikka Suomen osakemarkkinat ovat taas IT-kuplan jälkeisenä aikana suhteellisen pienet maan talouden kokoon verrattuna, on pörssiyhtiöillä tärkeä tehtävä Suomen taloudessa. Vaikka Pajarisen ja Ylä-Anttilan (2006) mukaan noin 10 prosenttia Suomen 500 suurimmasta yrityksestä on pörssissä, niiden osuus liikevaihdosta, työntekijöiden määrästä, varallisuudesta ja investoinneista on noin puolet koko tästä joukosta. Toisin sanoen Top-500 ryhmän pörssiyhtiöt ovat suurikokoisia ja siten merkittäviä. Pajarisen ja Ylä-Anttilan havainnon vahvistaa Korkeamäen ja Koskisen (2009) tutkimus, jossa lisäksi todetaan, että listaamattomiin yrityksiin verrattuna pörssiyhtiöt maksavat yleensä parempia palkkoja ja niiden osuus työpaikkojen lisäyksestä on suurempi. Tämä viittaisi siihen, että pörssiyhtiöillä on kilpailuetu listaamattomiin yrityksiin nähden sen vuoksi, että pääomien hankinta on ensin mainituille helpompaa.

Pörssiyhtiöiden merkitys Suomen taloudessa ei ole Pajarisen ja Ylä-Anttilan tutkimuksen (2006) jälkeisinä vuosina vähentynyt. Tässä selvityksessä on tarkasteltu tuoreempia vuodelta 2012 peräisin olevia tietoja, jotka perustuvat myös aikaisemmissa tutkimuksissa käytettyyn Talouselämä 500 -aineistoon. Vuonna 2012 Suomen 500 suurimmasta yrityksestä 76 eli noin 15 prosenttia oli pörssilistattuja. Kuten kuviossa 4 ilmenee, näiden yhtiöiden osuus aineistossa oli lähes puolet koko työvoimasta eli lukumääräisesti mitattuna noin 550 000 henkeä. On syytä panna myös merkille, että huomattava osa pörssiyhtiöistä ei mahdu Talouselämä 500 -aineistoon, koska Helsingin pörssiin listautuneiden yhtiöiden määrä vuoden 2012 lopussa oli 125.

Tässä luvussa käsitellään pörssiyhtiöiden roolia, mutta muita kuviossa 4 mainittuja keskeisiä omistuksen muotoja, kuten perheyrittäjiä, ulkomaisessa omistuksessa olevia yrityksiä, valtionyrityksiä, pääomasijoittajien omistamia yrityksiä sekä osuuskuntia tarkastellaan luvussa 3.

**Kuvio 4** Suomen 500 suurimman yrityksen työllistävä vaikutus omistumuodon mukaan vuonna 2012.



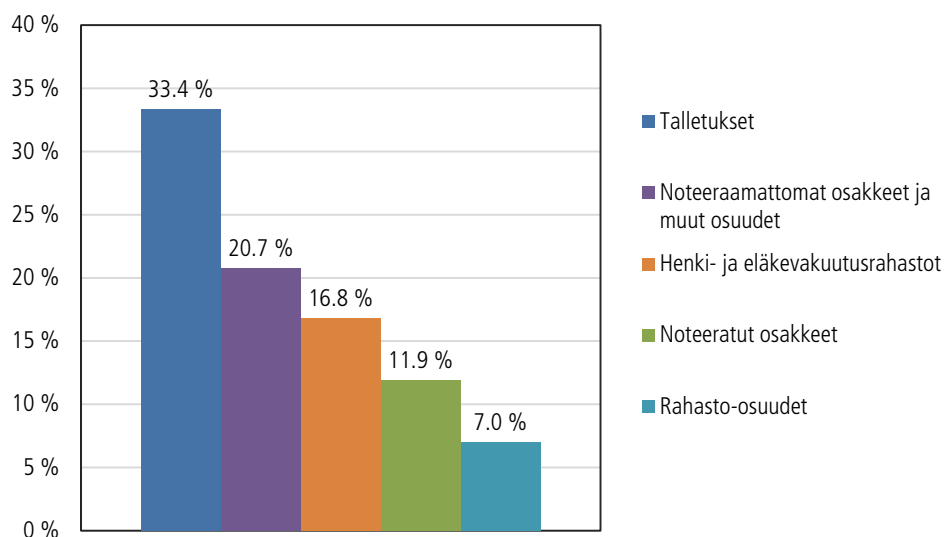
Lähde: Talouselämä.

Suomen verotusjärjestelmä suosii listaamattomien yritysten maksamia osinkotuloja, ja tätä on usein pidetty merkittävänä listautumista ehkäisevänä kynnyksenä. Perinteinen kielteinen suhtautuminen osakesijoittamiseen yhdessä sen vahvan aseman kanssa, joka pankeilla on maan rahoitusmarkkinoilla aiemmin ollut, ovat myös osasyynä osakemarkkinoiden pienuuteen ja alhaiseen likviditeettiin (Korkeamäki ja Koskinen, 2009). Valtio ei ole viime vuosina luonut

kannustimia, jotka rohkaisivat yksityisiä kansalaisia sijoittamaan osakkeisiin. Päinvastoin uudistukset, kuten osinkojen kaksinkertaisen verotuksen palauttaminen vuonna 2004, ovat edelleen rajoittaneet osakemarkkinoiden merkittävyyttä Suomen taloudessa ja vaikuttaneet myös siihen, että pankkitalletukset ovat edelleen suomalaisten kotitalouksien ykkösvaihtoehto sijoituskohteita valittaessa. Pankkitalletusten suuri osuus pääomista käy ilmi kuvioista 5. Noin 12 prosenttia kotitalouksien varallisuudesta on suorina investointeina Helsingin pörssissä. Vaikka kuviossa myös sijoitusrahastojen ja henki- ja eläkevakuutusrahastojen osuus sisältää investointeja suomalaisiin pörssiosakkeisiin, niiden osuus kyseisistä rahastoista on suhteellisen pieni, kuten toteamme myöhemmin tässä raportissa.

Tuoreessa useita maita kattavassa tutkimuksessa (Rydqvist, et al., 2014) Suomi sijoittuu kolmanneksi viimeiseksi tutkimukseen sisältyneen 21 maan joukossa. Keloharju, et al. (2012) raportoivat, että vuonna 2008 noin 13 prosenttia suomalaisista omistivat osakkeita, mediaani-osakesalkun ollessa noin 3 600 euron arvoinen. Koska pääomapula on edelleen vakava ongelma suomalaisyrityksille, valtion pitäisi pyrkiä luomaan kannustimia, joilla talletustileillä lepäävät varat saataisiin kiertoon ja hyödyttämään suuremmin suomalaisyrityksiä.

**Kuvio 5** Suomalaisten kotitalouksien varallisuuden jakautuminen vuoden 2013 kolmannella neljänneksellä.



Lähde: Tilastokeskus.

Osakemarkkinat joka puolella maailmaa hyötyvät ns. "home bias" -ilmiöstä, kun paikalliset sijoittajat investoivat mieluummin kotimaahan kuin ulkomaille. Suomalaisyritykset kärsivät kansainvälisessä kilpailussa, koska suomalaiset kotitaloudet karttavat osakesijoittamista ja siten "home bias" -ilmiön edut jäävät Suomessa hyödyntämättä täysimääräisesti. Piensijoittajien vähäinen määrä markkinoilla vaikuttaa omalta osaltaan Helsingin pörssin likviditeettiin, mikä taas heikentää paitsi laajempaa mielenkiintoa suomalaisiin pörssiosakkeisiin, myös lisätautumisen houkuttelevuutta.

### 3 YHTIÖIDEN MÄÄRÄYSVALTASUHTEIDEN KEHITYS SUOMESSA

Kuten edellisessä luvussa todettiin, Suomen rahamarkkinat kehittyivät voimakkaasti 1980-luvulla ja varsinkin vuosikymmenen jälkipuoliskolla jähmeän 1970-luvun jälkeen. Tätä kehitystä vauhditti laajamittainen markkinoiden vapauttaminen ja muutokset veropolitiikassa. Tässä luvussa kuvaamme keskeisimpiä muutoksia ja niiden seurauksia yhtiöissä käytettävän määräysvallan kannalta. Koska määräysvaltaan oikeuttavan omistuksen vaikutukset ovat yksi tämän selvityksen pääaiheista, käsittelemme seuraavassa rahalaitosten roolia määräysvaltasuhteiden ja Suomen osakemarkkinoiden muovautumisessa. Lisäksi tarkastellaan keskeisten omistuksen muotojen kehitystä 1970-luvulta tähän päivään.

Vihriälä (1997) ja Hyytinen, et al. (2003) ovat kuvanneet sääntelyssä tapahtuneita merkittäviä muutoksia siltä osin kuin ne ovat vaikuttaneet pankkijärjestelmään ja pankkien myöntämään rahoitukseen. Esimerkiksi vuodesta 1980 alkaen pankit saattoivat ulottaa toimintaansa valuuttamarkkinoille, kun niille annettiin lupa futuurikauppaan. Kotimaisten lainamarkkinoiden sääntelyn purkaminen alkoi vuonna 1983, jolloin ensin höllennettiin lainakorkojen sääntelyä. Sitten tämä sääntely lopetettiin kokonaan vuonna 1986. Samalla valuuttalainojen ottaminen sallittiin ensin yrityksille vuonna 1986 ja myöhemmin kotitalouksille vuonna 1991. Myös aiemmin tiukkoja pääomaliikkeiden rajoituksia lievennettiin asteittain 1980-luvulta alkaen (Vaihekoski, 1997).

Myös suomalaisyritysten edellytykset hankkia rahoitusta paranivat sääntelyn purkamisen myötä 1980-luvulla. Vuosikymmenen alkupuoliskolla yritysten keinovalikoimaan ilmaantui uusia välineitä, kuten joukkovelkakirjat ja optiolainat (Vaihekoski, 1997). Samalla markkinoille tuli uusia välittäjiä, jotka kasvattivat yleistä kiinnostusta ja toimijoiden määrää kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla. Esimerkiksi sijoitusrahastot otettiin käyttöön vuonna 1989 (Korkeamäki ja Smythe, 2004). Osoituksena rahamarkkinoiden valtavasta kehityksestä mainittuna ajanjaksona on, että vuosina 1970–1995 rahavarallisuuden kokonaisarvo Suomessa nousi 35 miljardista markasta 913 miljardiin markkaan eli noin 2 500 prosenttia vuotuisen kasvun ollessa osapuulleen 24 prosenttia. Samalla varallisuuden rakenne kehittyi niin, että pankkitalletusten osuus supistui 81 prosentista 39 prosenttiin ja rahamarkkinainstrumenttien ja joukkovelkakirjojen osuus kasvoi. Vuosien 1970 ja 1995 välisenä aikana pörssiosakkeiden osuus nousi 12 prosentista 22 prosenttiin (Vaihekoski, 1997).

Myös rahavarojen ja niiden tuottojen verotuksessa tapahtui merkittäviä muutoksia, varsinkin 1990-luvun alkupuolella. Pankkitalletuksia ja valtion obligaatioita oli perinteisesti suosittu verotuksessa, koska niistä maksettava korko oli verovapaata. Osinkotuottoja verotettiin sijoittajan rajaveroasteen mukaan ja osakekaupoista perittiin 1,6 prosentin leimavero. Molemmat seikat olivat omiaan vähentämään osakemarkkinoiden suosiota. Suomi otti käyttöön yhtiöveron hyvitysjärjestelmän (avoir fiscal) vuonna 1990. Käytännössä se lopetti yritysten voittojen kaksinkertaisen verotuksen. Vuonna 1993 kaikki pääomatulot asetettiin samalle viivalle ottamalla käyttöön 25 prosentin tasavero, joka maksettiin yhtäläisesti kaikista rahamarkkinoilta ja pankkitalletuksista saaduista tuotoista. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä peruttiin sittemmin vuonna 2004, ja nykyinen käytäntö muistuttaa nk. perinteistä verotusmallia, jossa voitoja verotetaan ensin yhtiötasolla ja sen jälkeen osingonsaajat maksavat vielä oman veronsa saamistaan tuotoista (Korkeamäki, et al., 2010).

Toinen merkittävä sääntelyssä tapahtunut muutos oli rajat ylittävien sijoitusten salliminen eli ulkomaalaiset saattoivat omistaa suomalaisyhtiöitä ja suomalaiset sijoittaa ulkomaisiin kohteisiin. Näitä muutoksia ja niiden seurauksia käsitellään seuraavassa osiossa.

Kuten edellisessä luvussa todettiin, määräysvallan käyttö oli suomalaisyhtiöissä 1970-luvulla alikehittyntä ja läpinäkymätöntä. Kaksi johtavaa liikepankkia (KOP ja SYP) esitti keskeistä osaa omassa vaikutuspiirissään sekä osakemarkkinoilla että listaamattomissa yrityksissä. Pankkeilla on perinteisesti ollut merkittävä valta-asema suomalaisyritysten omistuksessa. Lantto (1990) on kuvannut suurimpia omistajaryhmiä ja "valtapiirejä" Suomen markkinoilla 1980-luvun lopussa. Oli kaksi ryhmittymää, jotka erottuivat joukosta omistusten laajuuden ja järjestelyjen monimutkaisuuden takia: KOP-Pohjola ja SYP-Teva. Seuraavaksi suurimmat ryhmittymät yritysten määrällä mitaten olivat "maatalouspääomaryhmä", johon kuuluivat OKO ja Tapiola; Skop-ryhmä, "Ay-ryhmä", johon kuuluivat Elanto, Kansa ja STS; sekä viimeisenä valtionyhtiöistä koostuva "julkisen sektorin ryhmä". Pohjola (1988) toteaa edelleen, että vuonna 1986 maan 20 suurimman teollisuusyrityksen joukossa oli 12 sellaista yhtiötä, joissa valtaa käytti koalitio, johon kuului joko pankki tai vakuutusyhtiö tai molemmat. Lisäksi hän huomauttaa, että lainanantajina pankit käyttivät enemmän valtaa kuin mitä niiden ääniosuus yhtiössä olisi muutoin edellyttänyt.

Pankit eivät ole optimaalisia omistajia ja määräysvallan käyttäjiä, kuten jäljempänä pyritään osoittamaan. Lainoittajina niiden näkemys yrityksen riskinotosta on rajoittanut, ja siten niillä on taipumus tarkastella asioita velkojan pikemmin kuin osakkeenomistajan näkökulmasta. Pohjola (1988) toteaa, että Suomesta poiketen ruotsalaispankit "eivät yleensä saaneet omistaa teollisuusyritysten osakkeita" ja että vakuutusyhtiöiden omistusosuus näissä yhtiöissä oli rajoitettu enintään 5 prosenttiin.

KOP:n ja SYP:n valtapiirit muistuttivat japanilaista keiretsu-järjestelmää tai saksalaista "main bank" -rakennetta (Ihamuotila, 1994; Kasanen, et al., 1996; Hyytinen, et al., 2003). On todennäköistä, että näiden valtakeskittymien olemassaolo vähensi piensijoittajien kiinnostusta osakesijoittamiseen. Osakemarkkinoita pidettiin sisäpiiriläisten klubina, jossa piensijoittajien asioilla ei juuri ollut painoarvoa. Lisäksi koska omistus oli keskittynyt harvojen käsiin ja koska nämä tahot pitivät kiinni vallastaan eivätkä myyneet osakkeitaan, markkinat olivat erittäin epälikvidit, mikä entisestään pienensi osakemarkkinoiden houkuttelevuutta piensijoittajien silmissä (Kasanen, et al., 1996). 1970-luvulla noin puolella Helsingin Pörssiin listautuneista yhtiöistä oli osakas, jonka omistusosuus ylitti 25 prosenttia. Noin 20 prosentilla yhtiöistä oli omistaja, jonka osuus ylitti 50 prosenttia.<sup>2</sup>

Kuisma (2000) tekee kiinnostava havainnon todetessaan, että suomalaispankit eivät omistustensa kautta alun perin pyrkineet valta-asemaan yrityksissä vaan niiden osakesijoitusten taivoitteena oli pikemminkin antaa pääomarahoitusta omaan asiakaspiiriin kuuluneille heikoissa kantimissa oleville yrityksille. Antien yhteydessä pankit usein merkitsivät merkitsemättömät osakkeet omiin salkkuihinsa. Toisaalta pankkien ei edes välttämättä tarvinnut omistaa osakkeita voidakseen käyttää valtaa suomalaisyrityksissä. Kuten edellä jo todettiin, yrityksillä oli vakava puute pääomasta, ja koska rahamarkkinat olivat huomattavan alikehittyneet, pankit olivat ainoa lähde, josta tätä niukkuushyödykettä oli saatavissa. Riippumatta siitä, saavuttivatko pankit valta-asemansa tietoisesti vai ajautumalla siihen, ne eivät epäröineet hyödyntää sitä. Sekä SYP:n että KOP:n ylin linjajohto toimi aktiivisesti lukuisten yhtiöiden hallitusten jäsenenä. Troberg (1992) toteaa, että säilyttääkseen valta-asemansa suomalaisyhtiöissä

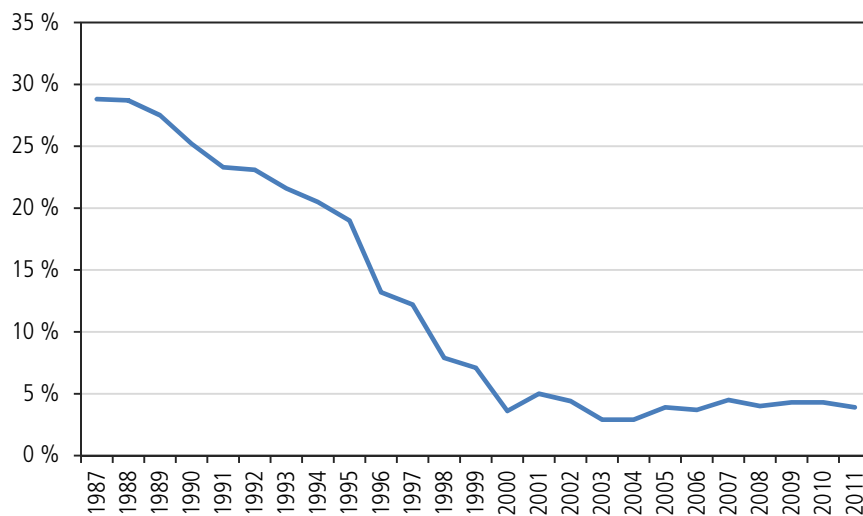
---

<sup>2</sup> Lähde: Pörssitieto-vuosikirjat.

pankit käyttivät vaikutusvaltaansa myös harjoittamalla lobbausta lainsäätäjien suuntaan. Pankkien valta-asemaa voi selittää Mayerin (1990) sinänsä ristiriitaiselta vaikuttava havainto, että vaikka Suomen verotusjärjestelmä tarjosi hänen tutkimuksensa kattamana ajanjaksona (1970–1985) voimakkaita kannustimia osakerahoituksen käyttöön, suomalaisyritykset turvautuivat silti toimintansa rahoittamisessa enimmäkseen pankkilainoihin.

Vasta 1990-luvun alun pankkikriisi horjutti pankkien vahvaan asemaan perustuvaa määräysvallan käyttöä yrityksissä. Yhtäältä pankeilla alkoi olla maksuvalmiusongelmia, jotka paitsi pakottivat ne myymään osan omistuksistaan myös lopulta johtivat fuusioihin. KOP ja SYP olivat aiemmin kilpailleet osakemarkkinoilla, mutta nyt ne yhdistettiin yhdeksi kokonaisuudeksi, jolloin suomalaisten suuryritysten sisäisessä vallankäytössä tapahtui täydellinen mullistus. Lisäksi pankkisääntelyssä tehdyt muutokset vähensivät pankkien halukkuutta pitää yritysten osakkeita taseessaan. Esimerkiksi Baselin uusissa vakavaraisuussäännöksissä korotettiin osakkeiden riskipainotusta niin, että osakkeiden omistaminen kävi pankeille erittäin kalliiksi. Pankkien omistusosuus suomalaisyrityksissä laski koko 1990-luvun, kuten kuvio 6 osoittaa. Myös suomalaisten vakuutusyhtiöiden omistusosuus on noudattanut samaa kaavaa: niiden omistus suomalaisissa pörssiyhtiöissä on vuosina 1998–2014 laskenut 9 prosentista alle 1,5 prosenttiin.<sup>3</sup> Hyytinen, et al. (2003) toteavat, että pankkikriisi käynnisti prosessin, jonka seurauksena Suomen ”main bank” -rakenne korvautui osakemarkkinoiden laajenevaan rooliin perustuvalla järjestelmällä.

**Kuvio 6** Pankkien osakkeenomistus suomalaisissa pörssiyhtiöissä vuosina 1987–2011.



Lähde: ETLA.

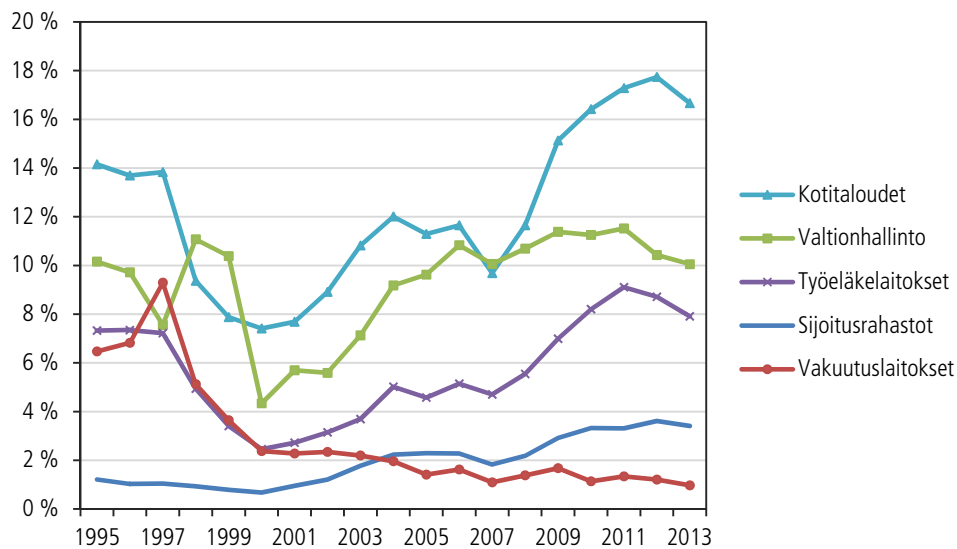
Jos pankkien osakkeenomistus supistui niin voimakkaasti kuin kuvio 6 yllä osoittaa, keitä sitten olivat ne uudet omistajat, jotka täyttivät omistustyhjiön? Kuvio 7 esittää eri tahojen omistusosuuksien kehitystä. Useimpien kuviossa esiintyvien ryhmien osalta ei ole havaittavissa mitään selkeää suuntaa. Poikkeuksen muodostavat edellä mainitut vakuutusyhtiöt, jotka ovat jatkuvasti vähentäneet suhteellista omistustaan, sekä sijoitusrahastot, jotka ovat kasvattaneet osuuttaan. Korkeamäki ja Smythe (2004) toteavat, että Suomessa sijoitusrahastomarkkinat kasvoivat vuosina 1996–2000 nopeammin kuin missään muualla Euroopassa. On syytä kuitenkin muistaa, että sijoitusrahastot otettiin käyttöön maassa vasta vuonna 1989, ja siten lähtötaso oli erittäin alhainen. Sijoitusrahastot ovat edelleen varsin pieni tekijä Suomen

<sup>3</sup> Lähde: Tilastokeskus.

osakemarkkinoilla: niiden yhteenlaskettu markkina-arvo jäi vuonna 2013 alle 4 prosenttiin koko pörssin arvosta.

On kuitenkin huomattava, että kuvio 7 on osin harhaanjohtava, koska IT-buumin jälkeen Suomen markkinat supistuivat vuoteen 2013 mennessä noin puoleen vuoden 1999 koostaan. Tämä on osoitettu edellä luvun 2 kuviossa 3. Jos prosenttiosuuksien asemasta tarkastellaan sijoitusten absoluuttista määrää, voidaan todeta, että vuosien 1999–2013 välisenä aikana osakemarkkinasijoitusten kokonaisarvo on kasvanut vain kahdessa kuviossa 7 esiintyvässä ryhmässä. Nämä ryhmät ovat sijoitusrahastot (kasvu 88 % mainitun 14-vuotisjakson aikana) ja eläkerahastot (0,4 %). Kaikkien muiden ryhmien omistusten arvo on kyseisenä ajanjaksona laskenut merkittävästi.

**Kuvio 7** Suomalaisosakkeiden omistus sijoittajaryhmittäin vuosina 1995–2013.



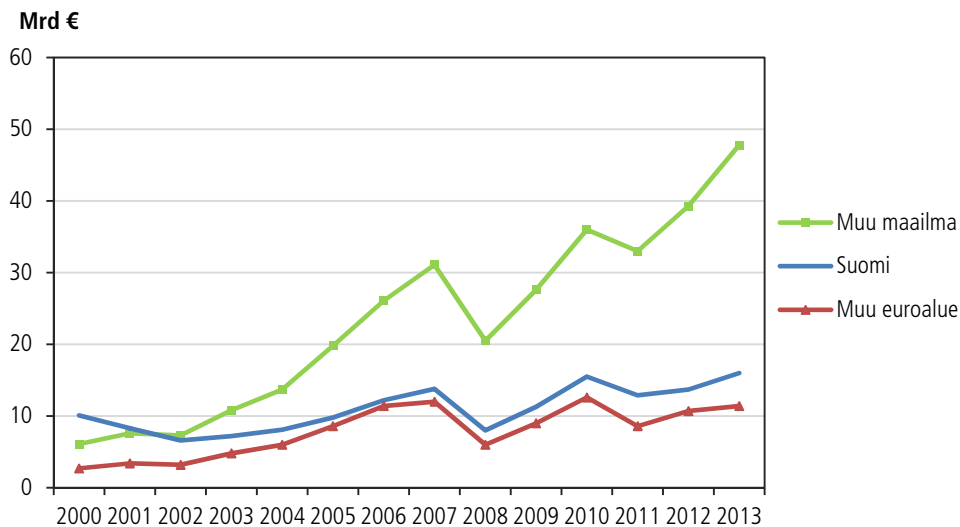
Lähde: Tilastokeskus.

Rydqvist, et al. (2014) käyttävät Suomea yhtenä esimerkkinä tutkimuksessaan, joka koskee osakkeenomistuksen pitkän aikavälin kansainvälistä kehitystä. Tutkijat toteavat kotitalouksien suhteellisen osuuden osakkeenomistuksesta laskeneen Suomessa 1950-luvun ja vuoden 2005 välisenä aikana. Lisäksi he ovat havainneet instituutioiden kautta kanavoituneen epäsuoran omistuksen kasvaneen, mutta tämä trendi ei vaikuta yhtä vahvalta Suomessa kuin tutkimuksen muissa kohdemaissa. Toinen ilmeinen omistuksen muoto, joka on osaltaan täytännyt suomalaispankkien jättämää tyhjää varsinkin 1990-luvun loppupuolella, on ulkomainen omistus. Näihin omistuksen muotoihin ja niiden vaikutuksiin palataan jäljempänä.

Lakisääteisiä eläkesijoituksia hoitavat eläkerahastot ovat huomattava kotimainen toimija Suomen osakemarkkinoilla. Niiden yhteenlaskettu omistus on noin 10 prosenttia markkinoiden arvosta, kuten kuvio 7 osoittaa. Eläkerahastot eivät kuitenkaan voi eikä niiden pidä ottaa liian aktiivista roolia omistajana, koska niiden on toiminnassaan keskityttävä lähinnä portfolioriskien hallintaan ja sijoitusten tuottoon. Kuviossa 8 suomalaisten eläkeyhtiöiden sijoitukset on eritelty kohdealueen mukaan. Kuten kuvio osoittaa (ja kuten edellä todettiin), eläkerahastojen sijoitukset kotimaan osakemarkkinoille eivät ole juurikaan kasvaneet vuoden 2000 jälkeen, kun taas sijoitukset euroalueelle ovat lisääntyneet hieman nopeammin, ja sijoitukset muualle maailmaan erittäin nopeasti. Prosenttilukuina ilmaistuna suurin osa (53,4 %) eläkerahastojen osakesijoituksista oli vuonna 2000 vielä Suomessa, kun vuoden 2013 vastaava

luku on enää 21,3 prosenttia. Vuosina 2000–2013 eläkerahaston osakesijoitukset kasvoivat yhteensä 56,3 miljardia euroa. Tästä summasta 10 prosenttia on sijoitettu suomalaisosakkeisiin ja 74 prosenttia euroalueen ulkopuolelle. Suomalaiset eläkerahastot hakevat ymmärrettävästi hyvää tuottoa ja hajautuksen tarjoamia etuja globaalisti, mutta omistuksen näkökulmasta eläkeyhtiöt näyttävät osaltaan ruokkivan sitä nuivaa asennetta, jolla suomalaistyritysten omistamiseen suhtaudutaan.

**Kuvio 8** Suomalaisen vakuutusryhmittymien osakesijoitukset vuosina 2000–2013.



Lähde: TELA.

### Kansainvälinen omistus

Ennen vuotta 1986 ulkomainen omistus oli mahdollista vain poikkeustapauksissa. Ulkomaisilla sijoittajilla oli lupa omistaa osakkeita vain ulkomaalaisten perustamissa yrityksissä.<sup>4</sup> Lisäksi 20 prosentin ulkomaalaisomistus oli mahdollista sellaisten osakkeiden kautta, joihin ei kohdistunut omistusrajoituksia. Ennen IT-buumia ja Nokian nousua suomalaisyhtiöt eivät juuri kiinnostaneet ulkomaalaisia. Vaihekoski (1997) ajoittaa Suomen osakemarkkinoiden kansainvälistymisen vuoteen 1984 ja esittää, että nimenomaan kasvanut ulkomainen kiinnostus suomalaisiin osakkeisiin oli se tekijä, joka käynnisti myöhemmin tulleet muutokset. Sääntelyn purkamisen aloitettiin poistamalla vuonna 1984 edellä mainittu 1,6 prosentin leimavero ulkomaisien osapuolten välisiltä osakekaupoilta. Vuodesta 1986 alkaen suomalaiset ovat saaneet sijoittaa ulkomaisiin kohteisiin, ja vuonna 1987 rajoituksista vapaan osakekannan osuutta korotettiin 40 prosenttiin edellyttäen, että ulkomaalaisten omistamien osakkeiden tuottama äänimäärä ei ylittänyt 20 prosenttia. Lopulta kaikki ulkomaiseen omistukseen liittyvät rajoitukset kumottiin vuonna 1993.

Ulkomaisen omistuksen vapautumisen jälkeen sen vaikutukset ovat herättäneet jonkin verran kiinnostusta Suomen tutkijapiireissä ja erityisesti talouspolitiikan kannalta relevanttia tutkimusta harjoittavissa tutkimuslaitoksissa. Ulkomaista omistusta koskevan sääntelyn purkaminen osui samaan aikaan yleisen globalisaatiokehityksen kanssa, joten on vaikea erottaa vapauttamisen ja Suomen kasvaneen kansainvälisen talousintegraation vaikutuksia toisistaan.

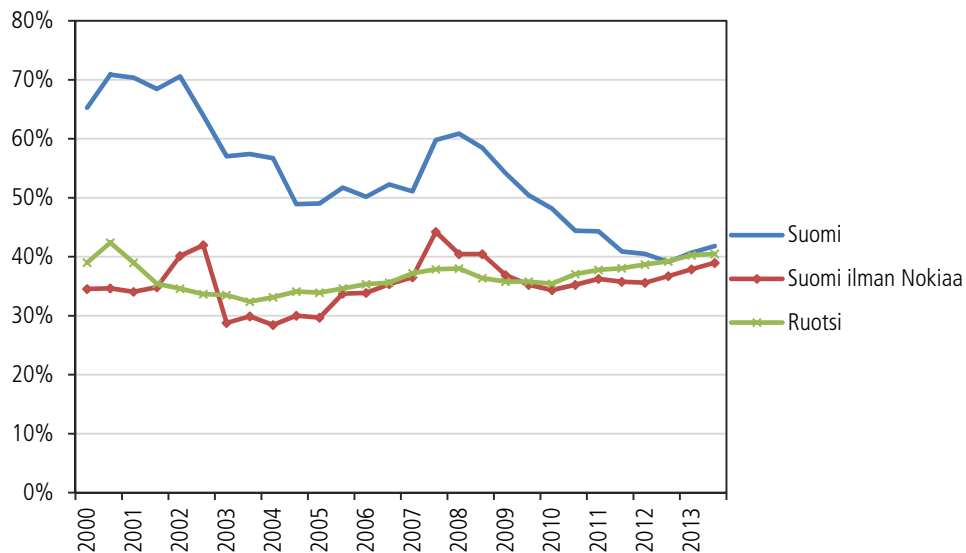
<sup>4</sup> Ford oli listautunut Helsingin pörssiin jo 1970-luvulla. Yhtiön ulkomaisen omistuksen on raportoitu pysytelleen yli 70 prosentissa koko vuosikymmenen ajan.



Merkkinä yleisestä globalisaatiosta Värynen (1999) toteaa, että Suomen viennin osuus BKT:stä nousi 1980-luvun 18 prosentista 40 prosenttiin vuonna 1998.

Ulkomainen omistus Helsingin Pörssin listayhtiöissä kasvoi nopeasti 1990-luvun jälkipuoliskolla. Pääsyynä tähän oli Nokian nousu maailman johtavaksi matkapuhelinyhtiöksi. Kuviossa 9 verrataan Suomen ja Ruotsin pörssiyritysten ulkomaalaisomistusta vuosina 2000–2014 ja nähdään, että vaikka yhteenlaskettu ulkomainen omistus Suomessa nousee 2000-luvun alussa 70 prosenttiin, tilanne ei juuri poikkea Ruotsista, jos Nokia jätetään pois tarkastelusta. Aiemmissa tutkimuksissa, kuten Puttonen (2004), Vaihekoski (1997), ja Henrekson ja Jakobsson (2008), julkaistut tiedot osoittavat, että ulkomaisen pörssiomistuksen kehitys tätä edeltäneinä vuosina oli ollut Suomessa ja Ruotsissa hyvin samankaltaista. Koko 1990-luvun alkupuolen ulkomainen omistus pysytteli alle 10 prosentissa ja nousi vuoden 1992 tienoilla nopeasti sille 30–40 prosentin tasolle, johon se on jäänytkin.

**Kuvio 9** Ulkomainen omistus vuosina 2000–2013.

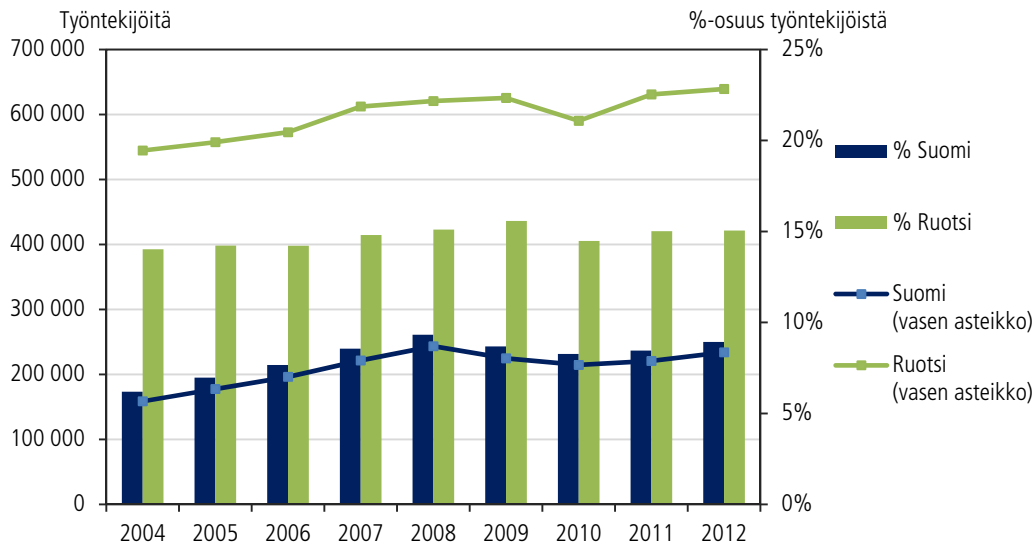


Lähteet: Euroclear ja SCB.

Samaan aikaan kun ulkomainen omistus Suomessa (ilman Nokiaa) ja Ruotsissa on ollut samaa luokkaa, ulkomainen kiinnostus listaamattomiin suomalaisyrityksiin ja suomalaisiin tytäryhtiöihin on ollut suhteellisen laimeaa. Värynen (1999) toteaa, että vuonna 1996 suorat ulkomaiset sijoitukset Suomeen olivat yhteensä noin 50 miljardia markkaa, joka oli alhaisimpia lukuja OECD-maiden joukossa. Suomi kalpenee Ruotsin rinnalla myös myöhemmissä vertailuissa, joissa tarkastellaan maiden houkuttelevuutta sijoituskohteena. Vuonna 2011 suorat ulkomaiset sijoitukset Suomeen olivat alle 20 prosenttia Ruotsin vastaavasta luvusta.

Kuvio 10 tarjoaa lisätietoa ulkomaalaisomistuksessa olevien yritysten suhteellisesta tärkeydestä Suomessa ja Ruotsissa. Kuten kuvio osoittaa, ulkomaalaisten omistamat yritykset työllistävät noin kolme kertaa enemmän ihmisiä Ruotsissa kuin Suomessa. Lisäksi niiden osuus koko työvoimasta on Ruotsissa noin 15 prosenttia ja Suomessa reilusti alle 10 prosenttia.

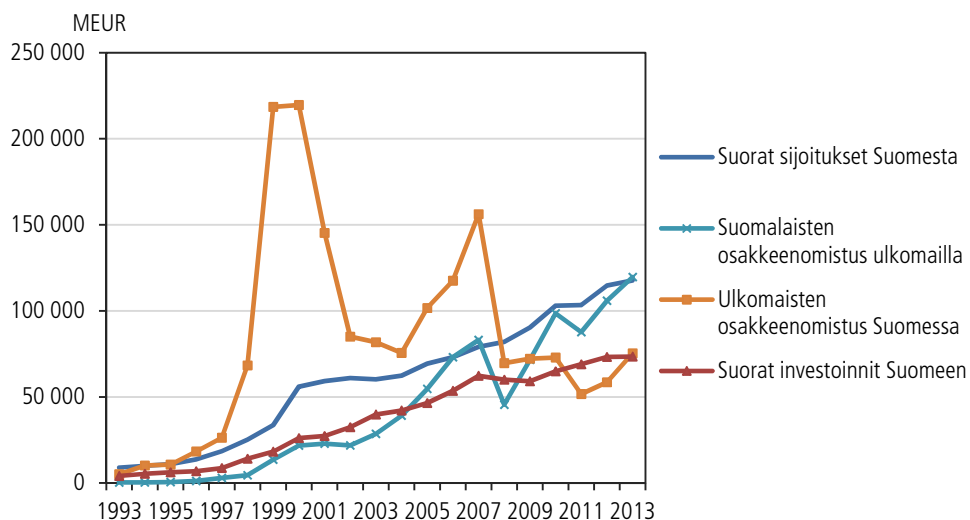
**Kuvio 10** Ulkomaalaisomistuksessa olevien yritysten henkilöstön määrä Suomessa ja Ruotsissa vuosina 2004–2012.



Lähteet: Tilastokeskus ja SCB.

Kuviossa 11 tarkastellaan sekä osakkeenomistusta että suoria ulkomaisia sijoituksia Suomeen ja Suomesta. Vaikka ulkomaista osakkeenomistusta kuvaava käyrä heijastaakin voimakkaasti Nokian ja sen kurssivaihtelujen vaikutusta, on kiintoisaa havaita, että suomalaisten osakkeenomistus ulkomailla on jatkuvasti kasvanut ja vuodesta 2008 lähtien ylittänyt ulkomaisen osakkeenomistuksen Suomessa. Suomesta on tullut nettoinvestoija niin, että Suomesta ulkomaille tehdyt sijoitukset (sekä suorat investoinnit että osakesijoitukset) ylittävät ulkomaalaisten Suomeen tekemät sijoitukset. Osakemarkkinoiden toteutunut kehitys vastaa tietyin osin Väyrysen (1999) ennustetta. Vaikka vuoden 1999 tilastot osoittivat Suomen globalisaation nettohyötyjäksi, hän ennusti, että euroalueen synty saa etenkin suomalaiset institutionaaliset sijoittajat hajauttamaan omistuksiaan Suomen markkinoiden ulkopuolelle.

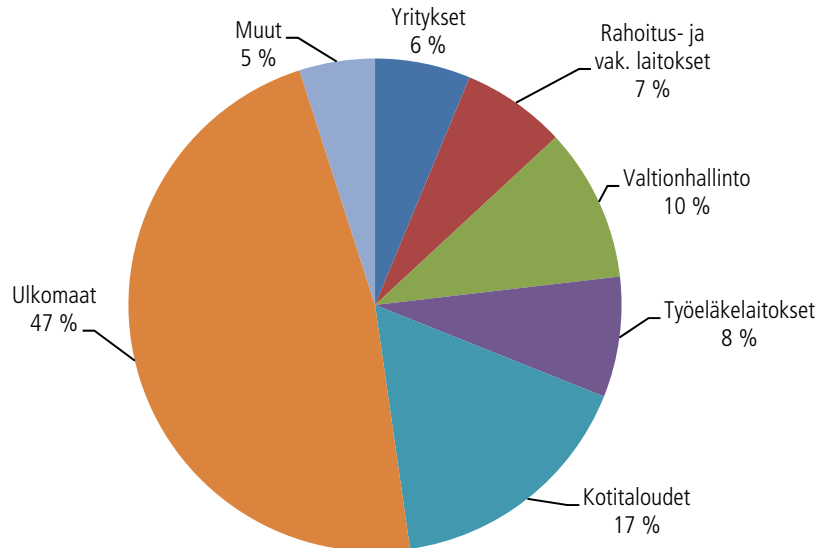
**Kuvio 11** Ulkomaiset sijoitukset Suomeen ja suomalaisten sijoitukset ulkomaille sekä suorat investoinnit vuosina 1993–2013.



Lähde: Tilastokeskus.

Sekä tässä että luvussa 2 kuvatuilla kehityskuluilla on ilmiselvästi ollut merkittävä vaikutus Helsingin Pörssiin listautuneiden yhtiöiden omistusrakenteen muotoutumiseen. Omistuksen jakautuminen suomalaisissa pörssiyhtiöissä vuoden 2013 lopussa on esitetty kuviossa 12. Kuviossa käytetyt tiedot ovat peräisin Tilastokeskuksen rahoitustilinpitoaineistosta.

**Kuvio 12** Suomalaisen pörssiyhtiöiden omistuksen jakautuminen vuonna 2013.



### Määräysvaltaan oikeuttava omistus Suomessa

Määräysvaltaan oikeuttava omistus on hitaasti hiipunut Helsingin Pörssissä. Kuten edellä todettiin, 1970-luvulla noin 25 prosenttia pörssiyhtiöistä oli yrityksiä, joissa yksi ainoa osakas omisti yli 50 prosenttia osakekannasta, ja noin puolet yrityksiä, joissa pääomistaja omisti yli 25 prosenttia.<sup>5</sup> Vuoden 1995 tilastotiedot ovat hämmästyttävän samankaltaisia. Tähän on kaksi selitystä. Ensinnäkin Suomen pankkikriisi käynnisti omistusjärjestelyjä useissa pörssiyhtiöissä ja vuoteen 1995 mennessä osa niistä oli fuusioiden seurauksena siirtynyt pääomistajiksi tulleiden muiden yhtiöiden omistukseen. Toiseksi pörssiyhtiöiden määrä kasvoi 1970-luvun ja vuoden 1995 välisenä aikana 50:stä 73:een, ja hiljattain listautuneissa yrityksissä yrittäjä jää usein määräysvaltaa käyttäväksi omistajaksi. Vielä vuonna 2005 (jolloin pörssiyhtiöiden määrä oli kasvanut 143:een) noin 20 prosentilla yhtiöistä oli omistaja, jonka omistusosuus ylitti 25 prosenttia, kun taas sellaisten yritysten määrä, jossa yksi omistaja käytti määräysvaltaa, oli laskenut noin 18 prosenttiin. On kiintoisaa todeta, että 10:ssä Helsingin Pörssin 143:sta listayhtiöstä pääomistajana on Suomen valtio ja kahdessa (TeliaSonera ja Nordea) Ruotsin valtio. Valtionomistukseen palataan jäljempänä tässä luvussa.

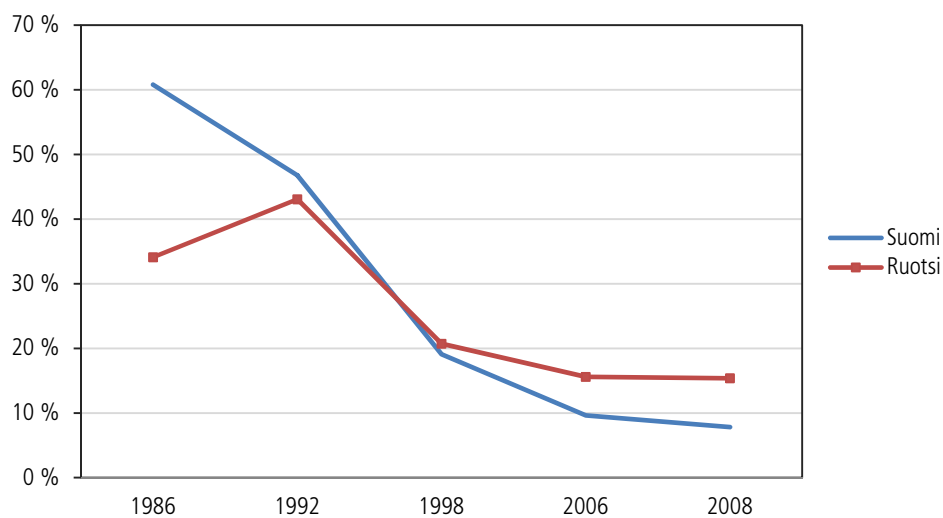
Vaikka määräysvaltaan oikeuttava omistus on hiljalleen vähentynyt, se ei ole kuitenkaan täysin kadonnut Suomen taloudesta. Kun tarkastellaan Talouselämä 500 -aineistoon sisältyvää 500 Suomen suurinta yritystä vuonna 2012, todetaan, että 122 eli 24 prosenttia niistä oli perheyrityksiä. Myös aineiston 77 pörssiyhtiöstä 17 (22 %) oli perheyrityksiä. Pörssin kaksi suurinta perheyritystä olivat Kone ja Cargotec, joissa molemmissa merkittävänä omistajana on Herlinin suku.

<sup>5</sup> Sikäli kuin osinko-oikeudet poikkeavat äänioikeuksista, tilasto perustuu äänioikeuksiin. Omistusta kokevat tiedot on koottu Pörssitieto-vuosikirjoista.

## Kahteen osakesarjaan perustuva omistusrakenne ja määräysvaltaan oikeuttava omistus

Entisaikaan kahteen osakesarjaan perustuva määräysvalta oli Suomessa yleistä, mutta sittemmin kahden sarjan osakkeet ovat kadonneet nopeasti Suomi osakemarkkinoilta. Aiemmassa tutkimuksessaan Rydqvist (1992) toteaa, että Helsingin Pörssin listayhtiöistä 67 prosenttia oli yrityksiä, joilla oli kahden osakesarjan osakkeita. Näin Suomi sijoittui tutkimuksessa yhdessä Tanskan ja Ruotsin kanssa niiden maiden joukkoon, joissa kahden osakesarjan rakenne oli yleinen. Viimeksi mainituissa maissa tämä osuus oli 75 prosenttia. Kuviossa 13 on esitetty tuoreempia tietoja Suomen ja Ruotsin osalta. Vaikka molemmissa maissa on vahva kahden osakesarjan perinne, 1990-luvun jälkeistä aikaa koskevat tilastot osoittavat, että Ruotsissa kahden osakesarjan järjestelmä on edelleen lähes kaksi kertaa niin yleinen (46 yhtiötä eli 15 % vuonna 2008) kuin Suomessa (10 yhtiötä eli 8 %).

**Kuvio 13** Usean osakesarjan pörssiyhtiöiden prosentuaalinen osuus.



Lähteet: Helsingin Sanomat sekä Henrekson ja Jakobsson (2008).

Aiemmat tutkimukset vahvistavat kuvion 13 osoittaman kehityskulun. Faccio ja Lang (2002) raportoivat, että heidän tutkimuksensa otantaan kuuluneista suomalaisyhtiöistä 37,6 prosenttia oli sellaisia, joissa oli käytössä kahden sarjan osakkeita, kun taas Ruotsin vastaava luku oli 66 prosenttia. Edelleen Maury ja Pajuste (2011) raportoivat, että kahden osakesarjan yhtiöiden osuus laski vuosien 1995–2005 välisenä aikana 45 prosentista 31 prosenttiin, kun vastaava lasku Ruotsissa oli 61 prosentista 50 prosenttiin.<sup>6</sup> Erot näiden tutkimusten ja kuvion 13 prosenttiluvuissa selittyvät sillä, että olemme ottaneet mukaan molempien maiden kaikki pörssiyhtiöt, kun taas tiedejulkaisujen artikkelit perustuvat yleensä otantaan, jonka tiedot ovat peräisin kaupallisesti toimivien datantoimittajien aineistoista.

Nenova (2003) on tutkinut kahden sarjan osakeblokkien markkina-arvoa vuoden 1997 tietojen pohjalta. On kiintoisaa todeta, että Suomi on ainoa hänen otantaan sisältyvä Euroopan maa, jossa määräysvaltaisen osakesarjan osakkeiden kurssi ei poikkea alhaisemman äänimäärän osakkeiden kurssista. Toisin sanoen kontrollilla ei vaikuttaisi olevan lisäarvoa Suomessa. Yhteenvetona todetaan, että kahden osakesarjan suosio on Suomessa laskenut, ja niissäkään yhtiöissä, joissa niitä käytetään, parempi äänioikeus ei tuo lisäarvoa.

<sup>6</sup> Holmén and Högfeldt (2004) huomauttavat, että Ruotsissa kahta osakesarjaa käytetään usein nimenomaan määräysvallan pitämiseksi ja siten tiettyjen yksityisen etujen säilyttämiseksi.

## 4 OMISTUSMALLIT – MITÄ TUTKIMUKSET KERTOVAT?

Kuten edellä nähtiin, Suomessa ja muissa teollisuusmaissa on useita erilaisia yhtiöomistuksen ja määräysvallan käytön malleja. Tässä luvussa tarkastellaan eri mallien toimivuutta koskevaa tutkimusta. Tavoitteena ei ole tarjota yleiskatsausta alan mittavasta tutkimuksesta, vaan pyrimme pikemmin esittämään oman näkemyksemme siitä, mitä aiempien tutkimusten valossa jo tiedetään, ja keskittymään kaikkein tärkeimpinä pitämiimme selvityksiin. Lisäksi otamme soveltuvien osin huomioon tutkimuksen, jolla on selkeä kytkeä nimenomaan Suomen oloihin. Suurin osa tässä luvussa käsiteltävistä tutkimuksista ja empiirisestä aineistosta on kuitenkin peräisin ulkomailta.

Tämän tutkimuksen pääteema on määräysvallan käyttö suomalaisissa pörssiyhtiöissä. Omistuksen eri muotoja ja lajeja tarkastellaan laajemminkin, kuitenkin lähtökohtaisesti suuryritysten kannalta keskeisiä asioita painottaen.

Sijoittajat ja määräysvaltaa käyttävät omistajat poikkeavat toisistaan pörssiyhtiöiden osakkeenomistajien joukossa. Sijoittajan toiminta-ajatus on yleensä käyttää tilastollisia työkaluja sijoitussalkkuun sisältyvien riskien ja tuottojen optimoimiseksi. Sijoituskohteet valitaan tarkastelemalla niiden odotettavissa olevia tuottoja, volatiliiteettia ja yhteensopivuutta salkun muiden sijoituskohteiden kanssa. Suursijoittajilla on käytössään lukuisia keinoja, joilla salkun riskejä hallitaan. Näille sijoittajille on luontevaa tehdä sekä osto- että myyntipäätöksiä jatkuvasti. Määräysvaltaa käyttävällä omistajalla on hyvin erilainen toiminta-ajatus, joka perustuu muutamaankin tai vain yhteen yhtiöön tehtyihin sijoituksiin. Kontrolliomistaja omistaa merkittävän osuuden yhtiön osakkeista ja pyrkii määrävään asemaan yrityksessä. Määräysvaltaa käytetään sitten yhtiön arvon kasvattamiseen osallistumalla suoraan yrityksen strategiseen päätöksentekoon. Määräysvaltaa käyttävän omistajan ja sijoittajan välinen ero kulkee punaisena lankana koko tämän luvun läpi, sillä näiden kahden ryhmän vaikutus määräysvallan käyttöön poikkeaa toisistaan huomattavasti.

### *Pörssiyhtiöt – kontrolliomistus vs. toimivan johdon valta*

Pörssiyhtiöt voidaan pelkistään jakaa kahteen päätyyppiin – toisaalta yhtiöihin, jossa omistus on hajautunut ja toimiva johto käytännössä määrää yhtiön asioista, ja toisaalta yhtiöihin, joissa suuromistajilla on hallussaan niin iso omistusosuus, että ne pystyvät kontrolloimaan yritystä. Alan kirjallisuudessa käytetään nimityksiä insider- ja outsider-järjestelmä, joilla siis tarkoitetaan määräysvaltapohjaisia ja markkinapohjaisia ratkaisuja. Insider-järjestelmässä omistus on tyypillisesti keskittynyt niin, että yhtiössä on merkittävän suuria osuuksia omistavia osakkaita. Nämä suuromistajat ovat suoraan edustettuna hallituksessa, joka valvoo johtoryhmää. On myös tilanteita, joissa määräysvaltaa käyttävä omistaja toimii myös yrityksen toimitusjohtajana.

Outsider-järjestelmässä osakkeenomistus on hajautunutta ja omistajat käyttävät valtaansa hallitusnimitysten yhteydessä ja äänestämällä johdon tekemistä konkreettisista esityksistä. Koska hajautunut omistus johtaa käytännössä siihen, että johto pystyy pitkälle kontrolloimaan yrityskokouksessa äänestettävistä asioista, toimivan johdon voidaan katsoa päättävän yhtiön asioista. Lisäksi johto voi aktiivisesti vaikuttaa uusien hallituksen jäsenten valintaan ja johto voi kerätä ääniä omille ehdokkailleen. Vakaa toimivan johdon valta-asemaan perustuva järjestelmä edellyttää, että laki suo johdolle tähän tarvittavat valtuudet ja oikeudet.

Selkein esimerkki outsider-järjestelmästä ovat angloamerikkalaiset rakenteet, kun taas muualla maailmassa insider-järjestelmät ovat yleisempiä. Insider-järjestelmällä on vankat perinteet ja vahva asema Manner-Euroopassa (ks. Barca ja Becht, 2001). Insider-järjestelmä kuvaa hyvin Ruotsin ja osin myös Suomen todellisuutta, vaikka Suomessa jaottelu ei olekaan yhtä selkeä kuin Ruotsin tapauksessa.

Määräysvaltaan oikeuttavaa omistusta tarkasteltaessa on tärkeää erottaa ääni- ja osinko-oikeudet toisistaan. Oikeudet osinkoihin yleensä vastaavat varsin tarkoin osakkaan yhtiön tekemää sijoitusta. Sama ei välttämättä koske äänioikeuksia. Omistajan äänioikeus voi poiketa osinko-oikeuksista eri syistä. Ilmeisin niistä on usean osakesarjan käyttö. Burkart ja Lee (2008) huomauttavat, että osinko- ja äänioikeuden eriyttäminen on kompromissi määräysvaltaisen omistuksen ja johdon määräävän aseman välillä.

Toinen tapa kasvattaa tietyn omistusosuuden äänivaltaa on käyttää pyramidimaista omistusrakennetta. Usein pyramidimaisia omistusrakenteita ja osakesarjoja käytetään yrityksissä rinnakkain. Pyramidimaista omistusrakennetta käytetään jonkin verran Ruotsissa, mutta Suomessa se on erittäin harvinainen omistamisen muoto (Faccio ja Lang, 2002). Kolmas Pohjoismaissa erittäin harvinaiseksi käynyt keino on ristiinomistus.<sup>7</sup> Näiden keinojen avulla määräysvaltaa käyttävät omistajat ovat kyenneet säilyttämään vahvan valta-asemansa. Ruotsissa tämä on johtanut omistusrakenteisiin, jotka ovat kansainvälisessä vertailussa erittäin vakaita. Kuten tässä selvityksessä on jo aiemmin todettu, samaa ei voida sanoa Suomesta. Suomen pankkiiriin määräysvaltaan perustuva omistus alkoi murentua 1990-luvun alkupuolella pankkikriisin myötä, ja mitkään muut kontrolliomistajat eivät ole tulleet täyttämään näin syntyntä valtatyhjiötä.

Yleinen selitys niille eroille, joita omistuksen keskittymisessä ja määräysvallan haalimisessa käytettyjen keinojen välillä kansainvälisesti esiintyy, on vähemmistöosakkaiden nauttima lakisääteinen suoja (LaPorta, et al., 1997). Hankkimalla haltuunsa mittavia omistusosuuksia ja laajoja äänioikeuksia sijoittajat pystyvät tehokkaasti määräämän yhtiön aisoista ja vähentämään riskiä, että toimiva johto asiattomasti hyödyntäisi yhtiön omaisuutta. Asemansa varmistamiseksi vaikutusvaltaiset pääomistajat ovat puolustaneet edellä mainittuja vallan säilyttämisen muotoja, kuten moninkertaisia osakesarjoja. Seurauksena on, että näistä muodoista on tullut normi tietyissä kansallisissa omistusrakenteissa (LaPorta, et al., 2000). Myös maan osakemarkkinoiden koko – joka taas riippuu institutionaalisista tekijöistä, kuten kansallisen eläkejärjestelmän rakenteesta – on vaikuttanut määräysvaltaan oikeuttavan omistuksen kansalliseen sääntelyyn. Siten määräysvallan sääntely näyttää usein perustuvan kotimaan markkinoiden kehitykseen. On mahdollista, että pyrkimykset näiden järjestelyjen ja normien muuttamiseen kansainvälisen sääntelyn avulla saattavat heikentää kansallisia määräysvaltarakenteita (Burkart ja Lee, 2008).

Koska kansalliset määräysvaltaa säätelevät järjestelmät ovat juurtuneet syvälle maan historiaan ja liiketoimintaympäristöön, on vaikea sanoa, mikä järjestelmä olisi yhtiöiden tai talouden kannalta paras. Alan akateemista tutkimusta hallitsevat amerikkalaiset yliopistoprofessorit. Yhdysvalloissa hajautuneeseen omistukseen ja toimivan johdon määräävään asemaan perustuvaa rakennetta pidettiin pitkään parempana ratkaisuna. Berlen ja Meansin (1932) ja heidän yhtiöiden valtasuhteista koskevan analyysinsä vaikutuksesta amerikkalaista mallia pidettiin luontevana valintana kehittyneessä markkinataloudessa. Alan kirjallisuudessa onkin taipumus nähdä hajautuneesta omistuksesta ja toimivan johdon määräysvallasta poikkeavat mallit

<sup>7</sup> Ruotsissa käytettyjä keinoja on tarkasteltu tutkimuksessa Henrekson ja Jakobsson (2008).

merkkinä esteitä, jotka haittaavat tehokkaiden markkinoiden toimivuutta. Määräysvaltaan oikeuttava omistus liitetään usein heikkoon vähemmistöosakkaiden suojaan ja järjestelyihin, joilla enemmistöosakkaat voivat eri tavoin lypsää vähemmistöosakkaiden varallisuutta itselleen.

LaPorta, et al. (1999) havaintoa, että angloamerikkalaisen maailman ulkopuolella omistajan määräysvallan mahdollistava rakenne oli dominoiva malli, pidettiin akateemisessa taloustutkimuksessa urauurtavana. Näyttää siltä, että tämä "havainto" on tutkijapiireissä johtanut aiempaa kypsempään näkemykseen kontrolloivasta omistuksesta. Myös myöhemmissä tutkimuksissa (esim. Gilson, 2006) on osoitettu, että vaikka määräysvallan mahdollistava omistusrakenne olisikin dominoiva malli, vähemmistöosakkaiden oikeudet voidaan silti turvata kohtuullisen hyvin. Enronin kaltaiset skandaalit ovat osoittaneet, että vähemmistöosakkaiden lakisääteinen suoja ei ole myöskään angloamerikkalaisessa mallissa täydellinen. John Key (2013) on todennut aivan äskettäin julkaistussa brittiläisiä pörssiyhtiötä koskevassa selvityksessään, että myös brittijärjestelmä kärsii vakavista puutteista.

Samaan aikaan kun alan kirjallisuudessa näyttää päästyn yhteisymmärrykseen siitä, että mikään omistusjärjestelmä ei ole globaalisti hallitseva, Carlin ja Mayer (2000) ovat esittäneet, että omistuksen ja määräysvallan eri muodot soveltuvat kukin oman tyyppiseensä teolliseen toimintaan. Heidän mukaansa keskitetty omistus ja selkeä omistajaohjaus toimii aloilla, joilla tarvitaan sitoutuneita pitkän aikavälin tavoitteisiin pyrkiviä investointeja, kun taas hajautunut omistus palvelee parhaiten toimintaa, jossa sijoitushorisontti ei ulotu kauas ja jossa vaaditaan joustavuutta. Tutkijat korostavat tarvetta sovittaa omistajien määräysvallan ajallinen kesto sen mukaan, missä ajassa yrityksen tavoitteiden uskotaan toteutuvan.

Lyhytkestoinen omistajan määräysvaltajakso tai johdonmukaisen kontrollin puute suhteessa tavoitteiden toteutumisen vaatimaan aikaan voi johtaa siihen, että yritys karsii pitkän aikavälin investointejaan. Toisaalta ylipitkä valtakausi ja dynaamisen valvonnan puute voi vähentää johdon paineita sopeutua muuttuvaan toimintaympäristöön. Yrityksissä, joissa omistus on keskittynyttä, määräysvaltaa käyttävät omistajat ja johto voivat säilyttää valta-asemansa pitkään. Jos omistus yhtiössä on hajautunut, johdon on reagoitava monenlaisiin vaikuttaviin tekijöihin. Siten johdon määräysvalta voi olla hyväksi yrityksissä, joissa sijoitushorisontti on lyhyt. Sen sijaan omistajavallan malli voi sopia aloille, joilla edellytetään pitkän ajan sitoutumista ja aikaa tavoitteiden saavuttamiseen tarvitaan runsaasti (Haldane, 2011).

Kuten edellä todettiin, vakaa, johdon määräysvaltaan perustuva ratkaisu ei ole käytännössä toimiva Ruotsissa tai Suomessa. Maiden säädösympäristö ei salli, että toimiva johto poikkeaa yhtiökokouksen kannasta. Koska yhtiökokous voidaan kutsua koolle milloin tahansa, johto, jolta puuttuu määräysvaltaa käyttävän omistajan tuki, voidaan erottaa heti, kun tarpeeksi suuri omistajien joukko näin haluaa. Siten mikään ei estä hedge- tai aktivistirahastoja mullistamasta yhtiöiden valtarakenteita. Johto ei kykene ilman enemmistövaltaa käyttävän omistajan tukea ohjaamaan yritystä vakaasti kohti pitkän aikavälin tavoitteita. Näin yrityksiä, joilla ei ole määräysvaltaa käyttävää omistajaa, voidaan luonnehtia isännättömiksi.

### *Instituutiot määräysvaltaa käyttävinä omistajina*

Rahoitusalan instituutioille, kuten vakuutusyhtiöille, eläkerahastoille ja sijoitusrahastoille<sup>8</sup> on luontevaa toimia sijoittajina pikemmin kuin määräysvaltaa käyttävinä omistajina. Tyypillisiä määräysvaltaisia omistajia ovat varakkaat yksityishenkilöt, suvut ja sukujen hallitsevat sijoitusyhtiöt. Hyvä esimerkki ensin mainitusta ryhmästä on Ruotsin eläkerahastot (AP-fonder) ja jälkimmäisestä sijoitusyhtiöt, kuten "Industrivärlden".

Suuri osa Ruotsin eläkerahastojen varoista on sijoitettu obligaatioihin. Niiden osakkeenomistus on hajautettu satoihin yrityksiin Ruotsissa ja ulkomailla. Rahastoilla ei ole omistuksia, jotka antaisivat niille määräävän aseman yrityksissä.

"Industrivärlden" on mukana noin kymmenessä yrityksessä, joissa se omistaa määräysvaltaan oikeuttavan osuuden joko yksinään tai yhdessä jonkin toisen osakkeenomistajan kanssa. Omistuksia on hajautettu vain sen verran, että mikään yksittäinen sijoituskohte ei yksinään pysty kaatamaan yhtiötä. Jos jonkin sijoitussalkkuun kuuluvan yrityksen näkymät heikkenevät, sijoittaja tietenkin myy osakkeensa. Sen sijaan määräysvaltaa käyttävän omistajan on yleensä pakko jatkaa omistajana ja pyrkiä saneeraamaan ja auttamaan yritystä vaikeiden aikojen yli.

Useimmiten instituutiot omaksuvat sijoittajan pikemmin kuin määräysvaltaa käyttävän omistajan roolin, ja tämä pätee kaikkialla maailmassa. Tähän on useita perusteltuja syitä. Ensinnäkin määräysvallan käyttäjän asema käy kalliiksi. Määräysvallan käyttöön liittyviä kustannuksia voidaan arvioida Tukholman Pörssissä esiintyvän "sijoitusyhtiöalennuksen" pohjalta. Ruotsin johtavat sijoitusyhtiöt, Industrivärlden mukaan lukien, on hinnoiteltu 20–40 prosenttia halvemmiksi kuin mitä niiden sijoitussalkkujen arvo edellyttäisi.

Määräysvallan kustannuksiin kuuluvat aktiivisesta johtamispanoksesta koituvat kustannukset. Vaikka ne voivatkin jäädä suhteellisen alhaisiksi, ne on otettava huomioon ja katettava sijoitussalkun yrityksistä saatavalla osinkovirralla. Siten sijoitus, joka voi salkkuyhtiöiden liikevaihtoon tai lisäarvoon suhteutettuna olla varsin pieni, voi osoittautua sijoitusyhtiölle hyvinkin merkittäväksi.

Lisäkustannuksia määräysvallan käyttäjälle aiheuttaa sekä omistusten keskittäminen että niiden epälikvidi luonne. Portfolioteorian mukaan sijoittaja voi kasvattaa odotettavissa olevia tuottoja tietyllä riskitasolla hajauttamalla sijoituksia. Siten salkun puutteellinen hajauttaminen muodostuu määräysvaltaa käyttävälle omistajalle kustannuseräksi. Se, että kontrolliomistaja on sidottu sijoitukseensa pitkäksi aikaa, aiheuttaa myös lisäkuluja. Vaikka näitä kustannuksia onkin vaikea kvantifioida, ne eivät kuitenkaan ole mitättömiä. Edellä mainittu Ruotsissa havaittu "sijoitusyhtiöalennus" on osoitus siitä, että institutionaalisilla sijoittajilla on vahva motiivi antaa muiden huolehtia yrityksen johtamisesta ja nauttia itse tuloksista vapaamatkustajina.

Institutionaalinen omistus on myös mutkikasta sisäpiirikauppoihin liittyvien seikkojen vuoksi. Suora osallistuminen johtamiseen rajoittaa sijoittajan mahdollisuuksia käydä kauppaa yrityksen osakkeilla. Tällöin institutionaaliset sijoittajat eivät voisi noudattaa tavanomaista strategiaansa, joka edellyttää omistusten aktiivista hallintaa, jos ne olisivat aktiivisesti mukana yrityksen johtamisessa.

---

<sup>8</sup> Keskitymme tässä näihin kolmeen institutionaalisten sijoittajien ryhmään.



Yhteenvedona voidaan todeta, että institutionaalisilla sijoittajilla, joiden omistus on hajautettu, on hyvin vähän kannustimia määräysvaltaa käyttävänä omistajana toimimiseen. Sen vuoksi ei ole yllätys, että eri puolilta maailmaa kerätty tutkimustieto osoittaa, että institutionaaliset sijoittajat mieluummin äänestävät jaloillaan kuin ryhtyvät määräysvaltaa käyttäviksi omistajaksi. Kannustimien puuttuminen tekee niistä varsin epätodennäköisiä ehdokkaita määräysvaltaisiksi omistajiksi.

On syytä korostaa, että emme suinkaan väitä, että rahoitusalan instituutiot eivät olisi tärkeitä osakkeenomistajia pörssiyhtiöissä. Esimerkiksi Hansman ja Krakman (2004) esittävät tunnetussa artikkelissaan, että parhaillaan on käynnissä globaali suuntaus, jossa omistaja-arvon kasvattaminen nähdään yhtenä johdon tavoitteena. He perustelevat väitettään institutionaalisen omistuksen merkityksen lisääntymisellä eri puolilla maailmaa. Hansmanin ja Krakmanin mukaan institutionaalisten ja tavanomaisten sijoittajien edut käyvät varsin hyvin yksiin. Sijoitustensa kautta instituutiot myötävaikuttavat siihen, että omistaja-arvo koetaan yhtiön legitimiiksi tavoitteeksi, ja siten niiden omistus edistää osakkeenomistusta myös yleisellä tasolla.

Institutionaalisilla sijoittajilla on ylivoimaiset edellytykset yritystietojen analysointiin ja ymmärtämiseen, mikä tarjoaa niille etulyöntiaseman tavanomaiseen sijoittajaan verrattuna. Institutionaalisten sijoittajien asiakkaat maksavat tästä tietopääomasta salkunhoitopalkkioiden ja muiden kustannusten muodossa. Tämä tiedollinen etu onkin synnyttänyt termin ”perehtynyt sijoittaja”. Jo pelkän kokonsa ansiosta institutionaaliset sijoittajat voivat vaikuttaa salkkuyhtiöittensä johtamiseen. Hirschman (1970) osoittaa, että institutionaaliset sijoittajat vaikuttavat omistamien yritysten johtamiseen osakekaupoillaan. Merkittävänä rahamarkkinoiden toimijoina instituutioilla on ryhtiä antava vaikutus sekä määräysvaltaisiin omistajiin että yrityksen johtoon. Luonnollisesti tämä koskee vain yhtiöitä, joissa tällainen määräysvaltaa käyttävä omistaja tai kontrolliaseman omaava johto on olemassa.

Empiiriset tutkimukset vahvistavat, että institutionaalisilla omistajilla on myönteinen vaikutus yrityksiin. Vaikutus kuitenkin laimenee sitä mukaa kun institutionaalisen sijoittajan omistus kasvaa (ks. Morck, et al., 1988; McConnell ja Servaes, 1990; Pindado ja de la Torre, 2006 ja Miguel, et al., 2004). Myös nämä tutkimukset on tehty ympäristössä, jossa määräysvaltaa käyttää joko toimiva johto tai enemmistöosakas. Mikään tutkimuksista ei liity suoraan Suomeen. Kuten jäljempänä esitetään, Suomi on sikäli erikoistapaus, että monissa pörssiyhtiöissä ei ole määräysvaltaa käyttävää omistajaa lainkaan.

### *Kansainvälinen omistus*

Suuryritysten ulkomaista omistusta on pääasiassa kahdenlaista. Joko ulkomaiset omistajat ostavat suomalaisen pörssiyhtiön osakkeita tai suomalaisyhtiö siirtyy kokonaan ulkomaisen ostajan omistukseen, jolloin kauppa yrityksen osakkeilla lakkaa. Jälkimmäisessä tapauksessa yrityksestä tulee yleensä ulkomaisen yhtiön täysin omistama tytäryhtiö. Vaikka suomalaisyhtiö poistuukin pörssistä, ulkomainen yhtiö voi olla johonkin muuhun pörssiin listautunut pörssiyhtiö.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeita omistavat ulkomaalaiset tahot ovat harvoin määräysvaltaa käyttäviä omistajia. Siten niiden omistuksen vaikutukset jäävät vähäisiksi. Osakkeita pidetään portfoliosijoituksina, ja sijoittajat ovat omistajina passiivisia. Ajoittain ulkomainen omistus voi johtaa siihen, että yhtiön hallitukseen nimitetään ulkomaisia jäseniä. Usein tällä on myönteisiä seurauksia, kun hallitukseen saadaan uutta näkemystä ja uudenlaista osaamista.

Sitä vastoin silloin, kun suomalaisyhtiöstä tulee ulkomaisen yhtiön kokonaan omistama tytäryhtiö, ulkomaalaisomistuksen vaikutukset ovat tuntuvat. Kannattavuusnäkökulmasta odotukset ovat positiivisia monesta syystä. Kansainväliset yritysostot ovat omiaan edistämään erikoistumista. Ulkomaisia yrityksiä omistukseensa hankkivat suomalaisyritykset ovat yleensä johtavia alallaan. Samoin suomalaisyritysten ostajana on usein johtava ulkomaalaisyhtiö. Yritysostot voivat parantaa tuottavuutta, kun ostaja tuo mukanaan uusimpia liiketoimintamalleja.

Käytännössä monikansalliset yhtiöt harjoittavat yleensä tiivistä tutkimustyötä, jolloin teknologiaosaamista voi siirtyä ostajalta kohdeyritykseen. Laaja empiirinen tutkimus tukee tätä näkemystä. Toisinaan ostaja voi olla kiinnostunut ainoastaan kohdeyrityksen teknologiasta. Näin tapahtuu usein IT- ja lääkealalla. Tällöin voidaan otaksua, että ulkomainen ostaja lisää markkinointipanostuksia ja tarjoaa rakenteen, jossa voidaan hyödyntää synergia- ja kilpailuetuja yrityksen sisällä. Niin pitkään kuin kohdeyritys jatkaa paikallista toimintaansa, nämä edut hyödyntävät alueen taloutta. Toimintojen siirtämistä ulkomaille käsitellään jäljempänä. On myös hyvä muistaa, että kohdeyrityksen omistajat saavat korvauksen omistussuosuksistaan. Tämä luonnollisesti luo tilaisuuksia uusiin investointeihin.

Useissa empiirisissä tutkimuksissa todetaan, että kansainvälisillä yritysostoilla on myönteinen vaikutus kohdeyrityksiin. Eri maissa, myös Suomessa, saadut tulokset ovat erittäin yhdenmuukaisia (mm. Ylä-Anttila, et al., 2004). Yleensä näissä tutkimuksissa keskitytään yritysten tuoloskehitykseen, mutta joissakin tarkastellaan myös ostojen vaikutuksia tuottavuuteen ja työllisyyteen, ja myös ne on usein todettu myönteisiksi. Syy- ja seuraussuhteiden määrittäminen voi olla vaikeaa ulkomaisen omistuksen vaikutuksia käsittelevissä tutkimuksissa. Yleinen ja myös kirjoittajien omaksuma näkemys on, että ulkomainen yritysosto parantaa kohdeyrityksen kannattavuutta. Vaihtoehtoisen tulkinnan mukaan ulkomaiset ostajat ovat mestareita löytämään kannattavia ostokohteita. Useimmissa tutkimuksissa tämä potentiaalinen ongelma on kuitenkin otettu huomioon empiirisen osion tutkimussuunnitelmassa.

Monissa kansainvälisiä yrityskauppoja koskevissa tutkimuksissa ohitetaan se tosiasia, että jotkut strategiset toiminnot ja siten myös suurin osa yrityksen inhimilliseen pääomaan perustuvasta toiminnasta saattaa siirtyä maasta pois. Vaikka monet tässä lainatut tutkimukset selvästi osoittavat, että yritykset eivät yleensä siirrä tuotannollista toimintaansa muualle ulkomaisen yritysoston jälkeen, on todennäköistä, että osa ylimmän tason toiminnoista, kuten pääkonttori ja T&K-toiminta, siirretään ulkomaille. Ruotsin lääketeollisuudessa tämä kehitys on toteutunut. Palaamme aiheeseen Suomen näkökulmasta seuraavassa luvussa.

### *Valtionomistus*

Kuten edellä mainittiin, valtiolla on historiallisesti ollut tärkeä rooli yhtiöiden omistajana Suomessa. Pedersenin ja Thomsenin (1997) 12 Euroopan valtiota koskevassa tutkimuksessa Suomen valtion omistussuosuus oli yksi korkeimmista eli 27,6 prosenttia. Otantaan kuului 100 suurinta yritystä kustakin maasta. Pedersen ja Thomsen (1997) pitävät Suomen myöhäistä teollistumista mahdollisena syynä valtion suureen osuuteen. Faccio ja Lang (2002) ovat esittäneet vastaavaa tutkimustietoa Suomen valtion omistuksista. Valtion 15,8 prosentin omistussuosuus on korkein heidän otantaan kuuluneiden Länsi-Euroopan maiden joukossa.

Valtionomistusta tarkastelevissa akateemisissa tutkimuksissa on varsin yksimielisesti todettu, että sillä on haitallisia vaikutuksia. Valtionyhtiöitä arvostellaan usein työvoiman tehottomasta hyödyntämisestä eli toisin sanoen siitä, että ne keskittyvät työllistämiseen pikemmin kuin

taloudelliseen tehokkuuteen. Lisäksi monissa tutkimuksissa on esitetty, että valtionyhtiöiden johtaminen on heikkoa yksityisen sektorin yrityksiin verrattuna. Erityisenä johtamisongelmana nähdään poliittisin perusteiden tehdyt nimitykset. Dewenter ja Malatesta (2001) kyseenalaistavat osan näistä yleisistä väittämistä perusteellisessa valtionyhtiöitä koskevassa kansainvälisessä tutkimuksessaan. Heidän tuloksensa vahvistavat kuitenkin aiemmat havainnot julkisen sektorin tehottomuudesta. Samalla tutkijat kuitenkin totesivat, että valtionyritykset menestyivät paremmin aloilla, joilla kilpailu oli tiukempaa. Kilpailun vaikutuksia on sittemmin tarkasteltu tuoreemmassa Goldengin, et al. (2008) tekemässä Norjan valtionyrityksiä koskevassa laajassa tutkimuksessa. Tutkijat tulivat siihen tulokseen, että kilpailu ei näyttänyt juuri parantavan valtio-omisteisten yhtiöiden tehokkuutta.

Valtionomistukseen liittyvät ongelmat ovat ilmeisistä syistä huomionarvoisia Suomen kannalta, koska valtionomistus ulottuu Suomen talouden monille osa-alueille. Media seuraa näitä valtionyhtiöitä erittäin tarkasti, ja mahdolliset hankaluudet politisoituvat hetkessä, vaikka valtion alkuperäinen tavoite onkin eristää liikeyritysten toiminta poliittisesta päätöksenteosta. Tämä voi johtaa lyhytnäköiseen päätöksentekoon, jolla pyritään tynnyttämään tiedotusvälineitä ja äänestäjiä sen sijaan, että ajateltaisiin liiketoiminnan pitkän ajan elinkelpoisuutta. Tuoreita esimerkkejä tästä ovat Talvivaara ja Finnair.

Lisäksi valtionomistus vääristää kilpailua. Jos suuryrityksellä ei ole ainoastaan taloudellisia vaan myös yhteiskunnallisia tavoitteita, tämä voi vähentää muiden toimijoiden kiinnostusta käynnistää liiketoimintaa samalla alalla. Seurauksena voi helposti olla, että resurssit eivät jakaudu optimaalisesti.

### *Perheyrietykset*

Perheyrietyksiä on käsitelty laajasti akateemisissa julkaisuissa varsinkin vuodesta 2003 lähtien, kun Anderson ja Reeb (2003) ensimmäisinä esittivät, että vastoin yleistä luuloa perheyrietykset ovat tärkeä ryhmä myös amerikkalaisten suuryritysten joukossa. Analysoidessaan S&P 500 -listan yrityksiä tutkijat huomasivat, että 35 prosenttia niistä voitiin luokitella perheyrietyksiksi. He havaitsivat perheyrietysten yltävän parempaan tuloskehitykseen kuin muut. Perustaja-toimitusjohtajien johtamiin yrityksiin liittyi muitakin myönteisiä piirteitä. Myös Villalonga ja Amit (2006) ovat löytäneet lisätukea ajatukselle, että perheyrietyksen perustajan aktiivinen osallistuminen esimerkiksi toimitusjohtajana tai hallituksen puheenjohtajana on liiketoiminnan kannalta myönteistä.

Perhe- ja sukuomistuksen vaikutuksia on tutkittu myös Suomen oloissa. Ali-Yrkkö, et al. (2007) ovat tarkastelleet sukuomistuksen vaikutuksia kansainvälistymiseen. Tutkijoiden mukaan sukuomistus ei näyttäisi vaikuttavan siihen, miten todennäköisesti toimintoja siirretään ulkomaille. Tourusen (2009) mukaan perheyrietyksillä on Suomen taloudessa vähäisempi rooli kuin muissa Länsi-Euroopan maissa. Pajarinen, et al. (2011) on tutkinut, miten omistamisen eri muodot ovat vaikuttaneet työpaikkojen pysyvyyteen erityisesti vuosien 2007–2009 finanssikriisin aikana. Ainoa yritysryhmä, jonka osalta tulokset olivat tilastollisesti merkittäviä, oli ensimmäisen sukupolven perheyrietykset, jotka karsivat työvoimaa enemmän kuin muut. Myös Pajarinen ja Ylä-Anttila (2006) ovat tätä aiemmassa tutkimuksessaan havainneet muita voimakkaampaa vaihtelua työntekijöiden määrässä nimenomaan perheyrietyksissä. Tätä voitaneen pitää osoituksena siitä, että perheyrittäjät ovat huolissaan toiminnan pitkän tähtäimen jatkuvuudesta ja siten valmiimpia tekemään kipeitä henkilöstöleikkauksia pelastaakseen yrityksen.

Kuten luvun 2 kuviosta 4 ilmenee, osuuskunnilla on merkittävä rooli Suomen taloudessa. Osuuskuntamalli on yleinen kaikissa Pohjoismaissa, mutta Suomi on tietyillä mittareilla maailman johtava osuuskuntakansa. Pellervo.fi-sivuston mukaan 84 prosenttia suomalaisista kuuluu ainakin yhteen osuuskuntaan. Jonesin ja Kalmin (2009) mukaan osuuskuntien osuus BKT:stä oli Suomessa 24 prosenttia eli selvästi eniten otantaan sisältyneiden maiden joukossa. Seuraavana oli Sveitsi 19 prosentin osuudella. Akateemisissa tutkimuksissa osuuskuntia pidetään ratkaisuna, joka soveltuu alikehittyneille rahoitus- ja varsinkin tuotemarkkinoille (Holmström, 1999; Nilsson, 2001). Kun otetaan huomioon Suomen taloudessa kautta aikojen vallinnut pääomapula sekä maan syrjäinen sijainti ja eristäytyneet tuotemarkkinat, ei ehkä yllätä, että Suomesta on kehittynyt osuuskuntien ykkösmaa.

Skurnik ja Egerström (2007) väittävät artikkelissaan "How cooperatives serve as globalisation insurance", että osuuskunnat ovat myötävaikuttaneet uudenlaisen rakenteen syntyyn Suomen taloudessa. Globalisaation paine on eriyttänyt kansainvälisesti suuntautuneen taloussektorin. Siihen kuuluu aloja kuten tietotekniikka ja metsäteollisuus. Tätä osaa taloudesta luonnehditaan termillä "globaali pilari" ja sen tunnusmerkkinä ovat vientisuuntautuneet yritykset, joilla on maailmanlaajuista kansainvälistä liiketoimintaa. Hallitseva yhtiömuoto on osakeyhtiö. Toista talouden sektoria Skurnik ja Egerström (2007) kutsuvat "Suomi-pilariksi". Tämä talouden osa keskittyy kotimarkkinoihin, ja vallitsevana yhtiömuotona on osuuskunta. Kuten tutkijoiden artikkelin otsikko antaa ymmärtää, tämä toimintamuoto vahvistaa sektorin suojattua asemaa. Jaottelu muistuttaa pohjoismaisissa talouksissa perinteisesti käytettyä jakoa kilpailuihin ja suojattuihin sektoreihin.

Holmström (1999) on tuonut esiin osuuskuntamallin rajoituksia. Osuuskunnassa sekä omistus että päätöksenteko on samoissa käsissä. Tällaiset mallit toimivat parhaiten, jos omistajilla on yhteiset edut ja tavoitteet. Osuuskunta on tehokkaimmillaan silloin, kun jäsenet ovat sidoksissa yrityksen toimintaan. Tällöin määräysvalta, joka perustuu äänioikeuteen pikemmin kuin toimivaan johtoon, saattaa toimia hyvinkin. Maailmalla tyypillisin osuuskunta on keskinäinen vakuutusyhtiö. Holmström mainitsee esimerkkinä myös harvaan asutuilla alueilla toimivat sähkölaitokset. Siellä asiakkaila ei yleensä ole ollut muuta vaihtoehtoa, joten osuuskunnat olivat tavallisia.

Viime vuosikymmeninä tapahtunut markkinoiden vapauttaminen ja sähköisen viestinnän kehittyminen ovat johtaneet tilanteeseen, jossa toimiville osuuskunnille asetetut teoreettiset vaatimukset täyttyvät yhä harvemmillä markkinoilla. Tämä koskee myös markkinoita, joita Pohjoismaissa on aiemmin pidetty suojattuina.

Tutkimus on myös osoittanut, että pienetkin markkinaympäristössä tapahtuvat muutokset ovat omiaan aiheuttamaan kitkaa osuuskunnan omistajien kesken. Akateeminen kirjallisuus tarjoaa tällaisessa tilanteessa ratkaisuksi pörssilistautumista, koska niiden jäsenten osuuksien arvon määrittäminen, jotka haluavat luopua jäsenyydestä, on nähty yhtenä keskeisenä osuuskauppamalliin liittyvänä ongelmana. On myös syytä panna merille, että yhtiöpuolella hyvin tunnetut ja dokumentoidut agenttiongelmatahtovat kärjistyä osuuskunnissa, koska omistus on luonnostaan äärimmäisen voimakkaasti hajautettua. Ongelma tulee esiin etenkin osuuskunnissa, jotka tuottavat voittoa ja vapaata kassavirtaa.

### *Pääomasijoittajat*

Osakesijoittaja ei saa mitään takuita sijoituksensa tuotoille ja siten osakesijoituksiin liittyy suurempi riski kuin lainamuotoisiin sijoituksiin. Jotta sijoittaja ottaisi osakesijoittamiseen liittyvät riskit, odotetun tuoton on oltava korkeampi kuin mitä sama sijoittaja voisi saada lainakoron muodossa.

Pääomasijoittajat tekevät pääomasijoituksia sekä pörssiyhtiöihin että listaamattomiin yrityksiin. Sijoitustensa kautta pääomasijoittajat saavat tyypillisiä osakkeenomistajille kuuluvia sopimusperusteisia oikeuksia sijoituskohteena olevaan yhtiöön, kuten oikeuden sijoituksen tuottoon, päätöksentekovaltaa (osakkeiden tuoman äänivallan myötä) sekä oikeuden myydä omistuksensa edelleen kolmansille osapuolille.

Sekä Suomessa että Ruotsissa suuri osa riskipääomasijoituksista tehdään listaamattomiin yrityksiin. Riskipääoma toimii eri segmenteissä sen mukaan, mihin kehitysvaiheeseen sijoitukset kohdistetaan. Ne voidaan jakaa karkeasti kolmeen segmenttiin: alkuvaihe, kasvuvaihe ja kypsien yritysten saneeraus ja omistusjärjestelyt. Venture capital sijoittajat keskittyvät yritysten elinkaaren alkuun. Sijoituskohteina ovat verrattain uudet yritykset, joilla on lupaavat kasvunäkymät mutta jotka kärsivät pääomapulasta.

Pääomasijoittajat (Private Equity) erikoistuvat yleensä kypsiin yrityksiin, joilla on vakaa kasvuvirta. Liiketoimia kutsutaan yritysostoiksi (buyout) ja niiden tavoitteena on hankkia osakkeenemmistö. Koska tämän selvityksen pääaiheena ovat suuret pörssiyhtiöt, seuraavassa keskitytään riskipääoman osalta pääomasijoittajiin.

Ruotsissa pääomasijoittaminen on kasvanut voimakkaasti viime vuosina, ja se onkin Euroopan johtavia maita tällä saralla. Suomessa pääomasijoitusala on vielä suhteellisen pieni, mutta se on kasvussa, tosin paljon Ruotsia jäljessä. Vuosina 2011–2012 Suomen pääomasijoitukset olivat noin 0,4 prosenttia BKT:stä, kun taas Ruotsin vastaava luku oli 0,8 prosenttia (Suomen pääomasijoitusyhdistys).

Eurooppalaiset pääomasijoittajat (myös ruotsalaiset ja suomalaiset) noudattavat usein Yhdysvalloissa yleistä tapaa toteuttaa yritysostot kommandiittiyhtiöiden kautta. Näissä yhtiöissä sijoittajilla on rajoitettu vastuu, kun taas pääomasijoittaja toimii vastuunalaisena yhtiömiehenä, jonka vastuu on rajoittamaton. Pääomasijoittaja vastaa rahaston hoitamisesta mutta sijoittaa yleensä vain pienen osan (1–3 %) koko pääomasta. Kommandiittiyhtiön rakenteen vuoksi on selvää, että vastuunalainen yhtiömies ottaa vastatakseen rahaston toiminnasta, mutta se myös tarkoittaa, että äänettömillä yhtiömiehillä ei ole sananvaltaa rahaston sijoituksista päätettäessä. Voitot kuitenkin jaetaan tiettyyn pisteeseen asti sijoitetun pääoman määrää vastaavasti.

Toisin sanoen pääomasijoitusrahastoissa 97–99 prosenttia pääoman omistajista luovuttaa kaiken määräysvallan rahastonhoitajalle, siis pääomasijoittajalle. Vastineeksi rajattomasta vastuustaan pääomasijoittaja korjaa merkittävän osuuden voitoista, yleensä 20 prosenttia tietyn tason ylittävästä summasta.

Kommandiittiyhtiöinä muodostettujen rahastojen elinikä on rajallinen mutta kattaa kuitenkin muutamia vuosia, yleensä 6–10 vuotta. Pääomasijoittajat toteuttavat yritysostonsa jollakin seuraavista tavoista: 1) ostamalla pörssiyhtiöitä ja ottamalla ne sen jälkeen pörssistä; 2) ostamalla osia (osastoja tai tytäryhtiöitä) isosta yrityksestä; ja 3) ostamalla listaamattomia

yrietyksiä. Liikeideana on saneerata kohdeyritys ja myydä se sitten voitolla. Siten osallisuus yrietyksessä päättyy tavallisesti irtautumiseen. Yleensä se tehdään joko listaamalla yritys uudelleen pörssiin tai myymällä yhtiö joko jollekin alan toimijalle tai toiselle pääomasijoittajalle. Rahaston pääasiallisena tulonlähteenä on se arvonnousu, joka yrietyksen saneerauksesta ja omistusjärjestelyistä syntyy.

Pääomasijoittajan tekemän sopimuksen tarkoituksena on tarjota yrietykselle tehokkaita kannustimia. Niitä edelleen vahvistaa yleisesti kohdeyrietyksissä käytetty voimakas velkavipu, mikä pakottaa ne omistaja-arvoa kasvattaviin uudistuksiin.

Merkittävä ongelma maailman monissa pörsseissä on tällä hetkellä se, että instituutiot pörssi-yhtiöitten suurimpina omistajina eivät ole halukkaita eivätkä edes oikeita tahoja toimimaan määräysvaltaa käyttävinä omistajina. Pääomasijoitusmalli tarjoaa elegantin ja tehokkaan ratkaisun tähän ongelmaan. Pääomasijoitusrahastoihin pääomia tuovat sijoittajat ovat tyypillisesti koti- tai ulkomaisia instituutioita. Ne delegeoivat määräysvallan pääomasijoittajalle, jolla on selkeä ja vahva kannustin kehittää rahaston omistamia yhtiöitä kaikkia sijoittajia hyödyttävällä tavalla. Nämä hyödyt on voitu osoittaa useissa aiemmissä tutkimuksissa. Mallia on puolustanut muunmuassa akateemisen yrietyssrahoituksen uranuurtajana tunnettu Michael Jensen, jonka näkemyksiä on lainattu laajalti.<sup>9</sup>

Pääomasijoitusmallia ei pidä nähdä yhtiöiden määräysvaltasuhteiden universaalina mallina. Ilmeisistä syistä malli toimii parhaiten sellaisten yrietysten kohdalla, joilla on uudistuspotentiaalia ja -tarvetta. Vakaassa ympäristössä perinteiset määräysvaltajärjestelyt ovat luultavasti tehokkaampia. Yleisesti pääomasijoitusmallissa hyvän potentiaalin omaavia yrietyksiä ostetaan pois osakemarkkinoilta, uudelleenorganisoidaan, ja sitten listataan uudelleen pörssiin. Siten pääomasijoitusmalli ei voi yksinään tarjota ratkaisua vaan edellyttää myös toimivaa pörssiä ja perinteisten määräysvalta- ja omistusrakenteiden olemassaoloa.

On syytä todeta, että pääomasijoitusmallia on myös voimakkaasti arvosteltu. Osa tästä kritiikistä liittyy pääomasijoittajien toteuttamiin monesti hyvin radikaaleihin saneerauksiin. Voidaan kuitenkin väittää, että nämä muutokset ovat olleet välttämättömiä ja että jos pääomasijoittaja ei olisi niitä tehnyt, joku muu olisi joutunut toteuttamaan ne. Kaikkein kipeimmillään muutoksilla on yleensä ajan oloon myönteisiä vaikutuksia sekä yrietyksen että maan talouden kannalta. Pääomasijoittajien verotukseen kohdistuva kritiikki on tätä ongelmallisempaa. Usein pääomasijoittajien kotipaikka on jossakin veroparatiisissa. On myös epäselvää, pitäisikö pääomasijoittajan voittoja verottaa pääomatulona vai tavanomaisena palvelusta saatavana liike-tulona. Voisi ajatella, että nämä ongelmat voidaan ratkaista hylkäämättä koko pääomasijoitusmallia.

Olemme käsitelleet institutionaaliseen omistukseen liittyviä ongelmia ja varsinkin määräysvaltaisen omistuksen puutetta Suomessa. Suomalainen pääomasijoittaminen on toistaiseksi pientä, joten alan kasvunäkymiä voitaneen pitää merkittävinä.

---

<sup>9</sup> Ks. Jensen (1989).

## 5 LOPPUPÄÄTELMÄT

Johdannossa totesimme, että Suomi elää vaikeita taloudellisia aikoja. Uusilla investoinneilla ja yrityssektorin uudelleenjärjestelyillä on tärkeä rooli siinä, miten Suomen talous elpyy kriisistä.

Suomella on monella tapaa hyvät edellytykset talouden rakenteiden positiiviseen uudistamiseen. Koko maailma Ruotsi mukaan lukien ihailee Suomen koulutusjärjestelmää. Kansainvälisissä tutkimuksissa Suomen kilpailukyky noteerataan myös yleensä hyvin korkealle.

Tässä selvityksessä ei käsitellä Suomen taloutta kokonaisuutena. Tavoitteena on ollut analysoida suomalaisyhtiöiden määräysvalta- ja omistusrakennetta. Kriisi on tuonut esiin ongelmat, joita tällä osa-alueella on. Olemme sitä mieltä, että yhtiöiden määräysvaltaan liittyvät ongelmat voivat lähitulevaisuudessa hidastaa talouden rakenteiden kipeästi kaivattua uudistamista Suomessa.

Sekä valtionyhtiöillä että osuuskunnilla on merkittävä rooli Suomen taloudessa. Kuten aiemmin mainittiin, Suomea voidaan näillä alueilla pitää yhtenä maailman johtavista maista. Toinen merkille pantava seikka on Suomessa ennen vuoden 1991 pankkikriisiä vallalla olleen pankkivetoisen omistusrakenteen asteittainen mureneminen ja sitä seurannut omistustyhjiö. Useiden yritysten kohdalla on vaikea sanoa, onko yritys minkään ryhmän vakaassa ohjauksessa.

Kaikki nämä tekijät voivat heikentää talouden sopeutumiskykyä. Osuuskunnissa ja valtionyhtiöissä pääongelmana on etäisyys markkinoille. Kuten luvussa 4 todettiin, osuuskunnallinen yritysmuoto on optimaalinen vaihtoehto tietyissä markkinatilanteissa ja tietyillä toimialoilla. Se, että suomalaiset osuuskunnat ovat aktiivisia monilla eri aloilla, viittaa siihen, että suuri osa toiminnasta on tämän optimaalisen kentän ulkopuolella. Kuten Holmström (1999) korostaa, markkinoiden kehityksen ja tietoliikennetekniikassa tapahtuneiden edistysaskelien pitäisi kaventaa sarkaa, jolla osuuskunnat voivat tarjota kilpailukykyisen ratkaisun. Mielestämme monet osuuskuntiin liittyvät asiat ovat merkityksellisiä myös valtionyhtiöiden kannalta.

Bengt Holmström on monissa tutkimuksissa korostanut osakemarkkinoiden roolia talouden rakenteiden uudistamisessa. Rahamarkkinoiden sääntelyn vapautuminen ja uusien tietoliikennetekniikoiden kehitys ovat lisänneet osakemarkkinoiden kilpailukykyä ja näin lisänneet pörssiin listautumisesta koituvia etuja. Yhtiön arvo määräytyy markkinoilla. Yritysten tai niiden osien myyminen helpottuu, kun niiden arvosta on helposti saatavilla markkinapohjaista tietoa. Osuuskuntien ja valtionyhtiöiden kohdalla arvonmääritys on hankalampaa. Valtionyhtiöiden osalta edes pörssilistaus ei auta asiaa. Palaamme luvussa 4 tehtyyn erotteluun Suomi-pilarin ja globaalin pilarin välillä – siinä esimerkiksi osuuskunnat sijoittuvat ensin mainittuun ryhmään. Kuten aiemmin todettiin, osuuskuntien optimaalisen toiminta-alueen pitäisi olla kaventumassa uuden tekniikan ja entistä integroituneempien markkinoiden myötä. Pohjoismaiden talouksissa aiemmin suojatuksi sektoriksi kutsuttua asiaa ei käytetä enää edes terminä. Tätä taustaa vasten tuntuu ilmeiseltä, että osuuskuntien paine toimintojen uudelleenjärjestelyyn tulee kasvamaan tulevina vuosina.

Kun yritysten on järjesteltävä toimintojaan uudelleen, myös toimivan johdon on kyettävä tekemään päätöksiä eri tavalla kuin aiemmin, mikä luo uusia haasteita. Jos johto ei pysty reagoimaan muutoksiin ja tekemään tarvittavia päätöksiä, yhtiön tukala tilanne voi entisestään vaikeutua. Valtionyhtiöissä uudelleenjärjestelyistä voi helposti tulla osa poliittista prosess-

sia, jolloin maan hallitus voi tuntea itsensä pakotetuksi vastustamaan niitä alue- tai työvoimapoliittisista syistä.

Innovaatiot johtavat usein vaikutuksiltaan myönteisiin uudelleenjärjestelyihin. Suuryritysten hierarkkinen päätöksentekomenettely voi kuitenkin vaikeuttaa tarvittavien sopeutustoimien toteutusta. Silloinkin, kun innovaatio syntyy yrityksen sisällä, se voi sopia heikosti yrityksen strategiaan tavoitteisiin. Ilmeinen ratkaisu tähän ongelmaan on uuden yrityksen perustaminen tai innovaation myyminen toiselle yritykselle. Tällainenkin toimenpide voi olla vaikeampi toteuttaa valtionyhtiössä tai osuuskunnassa kuin markkinoita lähempänä olevassa yrityksessä.

Sellaisia pörssiyhtiöitä, joissa määräysvalta ei ole selvästi jollakin tietyllä taholla, vaivaa toisenlainen ongelma. Jos yhtiö ei ole selkeästi yhden omistajan hallinnassa, johdon voi olla vaikeaa laatia tulevaisuuteen suuntautuvaa toimintaohjelmaa, mitä tulee mittaviin investointiohjelmiin, suuriin yrityskauppoihin ja omaisuuden realisointiin. Tämä voi johtaa liialliseen varovaisuuteen, jolloin yrityksen pitkän ajan mahdollisuuksia ei voida optimaalisesti hyödyntää. Ongelma voi kärjistyä, jos talouteen kohdistuu laajasti vaikuttavia shokkeja, jolloin monissa yrityksissä kaivattaisiin suuria muutoksia.

Pörssiyhtiöillä on kuitenkin useita ratkaisumalleja. Esimerkiksi silloin, kun mahdollisuuksia ei hyödynnetä täysimääräisesti ylivarovaisen johdon takia, yhtiöstä tulee ihanteellinen yritysostokohde. Jos ostajalla on edellytykset hankkia määräysvalta yrityksessä ja jos sillä on selkeä suunnitelma toiminnan kehittämiseen, ostaja voi kammata yhtiön kasvu-uralle ja näin lisätä sen arvoa. On selvää, että tällöin yritysosto on kannattava.

Ostajana voi toimia

- riittävän varakas suomalainen omistaja, joka pystyy hankkimaan määräysvallan yhtiössä
- toinen suomalainen yhtiö
- ulkomainen ostaja
- pääomasijoittaja.

Ensimmäinen vaihtoehto on epätodennäköisin. Toinen vaihtoehto on selvästi mahdollinen monissa tapauksissa. Nykyisessä tilanteessa todennäköisin on kolmas vaihtoehto. Ulkomaiset yhtiöt ovat viime aikoina olleet aktiivisia toimijoita fuusioissa ja yrityskaupoissa kaikissa Pohjoismaissa. Kun ulkomainen yhtiö ostaa suomalaisyrityksen, siitä tulee ulkomaisen yhtiön tytäryhtiö, jolloin se poistuu Helsingin Pörssistä. Pääomasijoittaja-vaihtoehto ei ole aiemmin ollut Suomessa erityisen yleinen, mutta tämän tyyppisten toimijoiden rooli on Suomessa kasvamassa. Palaamme pääomasijoitusvaihtoehtoon jäljempänä.

#### *Uudelleenjärjestelyt ulkomaisten yritysostojen kautta*

Edellä käsiteltiin ulkomaisten ostajien mahdollista roolia talouden rakenteiden uudistamisessa Suomessa. Suomessa käydyn keskustelun perusteella voisi ajatella, että ulkomaalaisia yritysostoja pidetään ongelmana. Mielestämme ongelmana on kuitenkin se, ettei tällaisia yritysostoja tehdä Suomessa riittävästi. Ensinnäkin Suomea vaivaa historiallinen ja krooninen pääomapula ja Suomen taloudessa on suuria investointitarpeita. Jopa suomalaiset yhtiöt näyttävät olevan halukkaampia investoimaan ulkomaille kuin kotimaahan. Kuten luvussa 3 kuvio 10 osoittaa, ulkomaisten yhtiöiden määrä ja osuus taloudellisesta toiminnasta ja työllistamisestä on selkeästi suurempi Ruotsissa kuin Suomessa.



Siksi onkin hyvä kysyä, miksi Suomeen ei saada ulkomaisia investointeja. Sijoittuminen kansainvälisissä kilpailukykyä ja liiketoimintaympäristöä mittaavissa tutkimuksissa korreloi yleensä sen kanssa, miten paljon maahan tulee ulkomaista pääomaa. Ottaen huomioon Suomen korkeat sijoitukset tällaisissa mittauksissa, voisi ajatella, että Suomi on kiinnostava investointikohde ulkomaisille sijoittajille. Asia ei kuitenkaan näytä olevan näin.

Voisi spekuloida, että Suomen haittapuolet, kuten etäinen maantieteellinen sijainti, omituinen kieli ja kotimarkkinoiden pieni koko, eivät heijastu koko painollaan näissä kansainvälisissä indekseissä. Koska maantieteelliseen sijaintiin, kieleen tai edes kotimarkkinoiden kokoon ei voi vaikuttaa, Suomen on kiinnitettävä erityistä huomiota niihin tekijöihin, joihin voidaan vaikuttaa. Näitä ovat esimerkiksi vero-, työ- ja maahanmuuttopolitiikka. Konkreettiset suositukset tältä osin edellyttävät lisäselvityksiä, jotka eivät kuulu tämän tutkimuksen piiriin.

On selvää, että ulkomaisten investointien lisääminen sopisi hyvin strategiaan, jolla pyritään elvyttämään ja uudistamaan Suomen taloutta. Mitä haittaa tällaisesta strategiasta olisi? Edellisessä luvussa totesimme, että tutkimukset ovat yksimielisiä ulkomaalaisten tekemien yritysostojen eduista, mitä tulee liiketoiminnan kasvuun ja kannattavuuteen.

Vaikeampi kysymys on se, mitä tapahtuu yhtiön strategisille toiminnoille, kun se päättyy ulkomaiseen omistukseen. Usein yritysoston seurauksena pääkonttori siirretään automaattisesti pois Suomesta, ja kohteesta tulee ulkomaisen yrityksen tytäryhtiö. Tutkimukset osoittavat, että monet strategiset toiminnot, kuten tutkimus- ja kehitysyksiköt, sijoitetaan yleensä lähelle pääkonttoria. Ruotsissa hyvä esimerkki tästä on lääketeollisuus. Pfizerin äskettäinen tarjous Astra Zenecasta ilmentää ulkomaisiin yritysostoihin mahdollisesti liittyviä uhkia. Ajan oloon suurin uhka on se, että ulkomaisiin ostajiin liiaksi panostavasta maasta katoaa inhimillistä pääomaa, ja että siellä jatkossa harjoitetaan lähinnä perustason tuotantoa.

Toisaalta voidaan sanoa, että sellaiset maat kuin Irlanti ja Singapore ovat erittäin menestyksellisesti noudattaneet strategiaa, joka perustuu ulkomaisten investointien houkuttelemiseen. Suomessa pitäisi ulkomaisia investointeja haettaessa erityisesti painottaa toimintaa, joka vaatii paljon inhimillistä pääomaa.

### *Instituutiot ja määräysvaltaan liittyvät ongelmat*

Jos otetaan mukaan sekä ulko- että kotimaiset rahoituslaitokset, suurin osa Suomen osakemarkkinoille tulevasta pääomasta saadaan instituutioilta. Epäilemättä tämä on se ryhmä, jolta lisäinvestointeja on todennäköisimmin odotettavissa. Omistusten tämänhetkisestä korkeasta tasosta huolimatta ei näytä siltä, että institutionaaliset sijoittajat olisivat erityisen kiinnostuneita Suomen osakemarkkinoista. Kuten jo edellä nähtiin, suomalaiset instituutiot ovat lisänneet omistuksiaan ulkomailla, kun taas niiden kotimaiset sijoitukset ovat pysytelleet ennallaan. Lisäksi ulkomaisen pääoman tulo Suomen osakemarkkinoille on ehtynyt viime vuosina.

Olemme esittäneet, että nykyiset institutionaaliset omistukset oikeastaan aiheuttavat ongelmia, sillä niiden suuri määrä voi synnyttää epäselvyyttä siitä, kenellä yrityksessä on määräysvalta. Väitämme myös, että tämä epämääräisyys heikentää useiden yritysten kasvuedellytyksiä. Kyseessä on "Catch 22" -tyyppinen ansa. Yritykset tarvitsevat lisää pääomaa kasvaakseen ja uudistuaakseen. Instituutioilla on pääomia, mutta niiden omistussosuuden kasvattaminen saattaa pahentaa määräysvaltaan liittyviä ongelmia. Se taas saattaa vaikuttaa instituutioiden päätöksiin siirtää investointejaan maihin missä omistajuuteen ja kontrolliin liittyvät tekijät on selkeämmin määritelty.

Ratkaisuksi on esitetty, että instituutiot ottavat aktiivisen roolin yrityksen ohjaamisessa niin Ruotsissa kuin Suomessakin. Luvussa 4 totesimme, että tämä ei toimi. Vaihtoehtoja on kuitenkin tarjolla.

- *Säädösympäristön muuttaminen niin, että määräysvalta siirtyy toimivalle johdolle.* Kuten aiemmin todettiin, kansainvälisissä, liiketoiminnan sääntelyn harmonisointiin tähtäävissä hankkeissa on ihanteena pidetty angloamerikkalaista järjestelmää. EU-direktiivien mallina on taas pidetty brittiläistä sääntelykäytäntöä, jossa osakeomistukseen perustuvaan määräysvaltaan suhtaudutaan yleensä kriittisesti. Tämä on osaltaan johtanut siihen, että Ison-Britannian pörssiyritysten joukossa ei ole montakaan yhden osakkeenomistajan määräysvallassa olevaa yritystä. Periaate, että jonkun täytyy vastata toiminnasta ja vakaasta johdosta, tuntuu unohduneen muissa maissa, erityisesti Ruotsissa ja Suomessa. Isossa-Britanniassa yhtiön hallituksella on erilaisia lakisääteisiä oikeuksia määräysvallan käyttöön. Näitä ovat oikeus käyttää valtakirjoja yhtiökokouksessa ja nimetä ehdokkaita hallituksen jäseniksi. Käytännössä tämä johtaa usein siihen, että hallitus valitsee itse itsensä.

Brittiläinen järjestelmä ei ole erityisen tavoiteltava. Kayn työryhmä raportoi näistä ongelmista hiljattain.<sup>10</sup> On kuitenkin loogista, että jos osakeomistukseen perustuvan määräysvallan hankkiminen on tehty hankalaksi, toimivalle johdolle suodaan mahdollisuus päättää asioista. Mielestämme määräysvaltaisten omistajien asemaa tulisi vahvistaa sekä Suomessa että Ruotsissa. Bengt Holmström kirjoitti viime keväänä, että ”Suomeen tarvittaisiin enemmän sellaisia kuin Antti Herlin ja Björn Walhroos”,<sup>11</sup> ja me olemme taipuvaisia olemaan samaa mieltä. Määräysvaltaisten omistajien aseman parantaminen ei ole kuitenkaan yleispätevä ratkaisu nyt käsiteltyihin ongelmiin. Siksi kannattaa myös harkita lisäoikeuksien antamista johdolle Iso-Britanniassa käytössä olevan järjestelmän mukaisesti. Tämä ei tekisi yhtiökokouksista merkityksettömiä, mutta mahdollistaisi sen, että johto voi koota taakseen suhteellisen vakaan koalition. Tällaisiin koalitioihin voisi kuulua sekä suomalaisia että ulkomaalaisia sijoittajia ja instituutioita, ja koalitioden ansiosta johto voisi kvartaalien asemesta keskittyä pitkän aikavälin strategioihin. Tämä lisäisi entisestään kiinnostusta Suomen osakemarkkinoihin pitkän aikavälin sijoittajien keskuudessa.

- *Pääomasijoittaminen.* Pääomasijoitusmalli voi tarjota kätevän ratkaisun määräysvaltaan liittyviin ongelmiin yksittäisissä yrityksissä. Kuten luvussa 4 kuvattiin, pääomarahastoin sijoittavat ovat yleensä rahoituslaitoksia, kuten eläkerahastoja. Sijoituksen tehtyään ne luopuvat pääomarahaston elinkaaren ajaksi siitä määräys- ja äänivallasta, joka niillä olisi, jos ne olisivat tehneet suoran sijoituksen yhtiöön. Pääomarahastomallin tavoitteena on kasvattaa yhtiön arvoa uudelleenjärjestelyillä. Pääomarahastomallin suotuisat piirteet ovat saaneet Michael Jensenin, yritysrahoituksen gurun, innostumaan sen mahdollisuuksista. Negatiivisena puolena on se, että malliin sisältyvät tehokkaat kannustimet ovat joissakin tapauksissa aiheuttaneet ongelmia. Erilaiset pitkälle kehitetyt verojärjestelyt ovat myös olennainen osa pääomarahaston toimintaa. Nämä tekijät ovat ongelmallisia, jos pääomasijoitusrahastot katsotaan keinoksi, jolla Suomen talous saadaan elpymään.

---

<sup>10</sup> John Kay (2013).

<sup>11</sup> Helsingin Sanomat, 13.4.2014.

## *Poliittiset vaikutukset*

Tässä selvityksessä olemme analysoineet kapea-alaista mutta tärkeää osaa Suomen taloudesta. Selvityksen rajallisuuden vuoksi meillä ei ole tarjota kattavaa talouspoliittista keinovalikoimaa, jolla Suomi saataisiin ulos nykyisestä kriisistä. Ehdotuksiamme tulisi tarkastella osana suurempaa talouspoliittista pakettia. Halusimme välttää liian yksityiskohtaisia talouspoliittisia suosituksia, koska sellaiset ehdotukset usein keräävät kaiken huomion ja siten rajoittavat syntyvää keskustelua. Toivomme siis, että raporttimme herättäisi laaja-alaista rakentavaa keskustelua esille nostetuista ongelmista.

Analyyysiämme voidaan kuitenkin pitää jonkinlaisena osviittana tulevalle talouspolitiikalle tällä osa-alueella. Olemme tiivistäneet selvityksen tuottamat yhteiskunnalliset johtopäätökset viideksi ehdotukseksi.

1. *Suomen sijoitusilmapiirin parantaminen* ja Suomen tekeminen entistä houkuttelevammaksi ulkomaisille sijoittajille. Kansainväliset tutkimukset osoittavat, että Suomi on houkutteleva sijoitusympäristö. Viime kädessä on kuitenkin tarkasteltava ulkomaisten sijoitusten todellista laajuutta, eikä Suomi näytä menestyvän kovin hyvin tässä vertailussa. Hyvä lähtökohta tämän osa-alueen toimintasuunnitelmalle on selvittää tarkemmin, missä määrin Suomen sijoitusilmapiiri houkuttelee ulkomaisia sijoittajia. Erityisenä tutkimusongelmana on se, miten houkuttelevuutta voidaan parantaa aloilla, jotka edellyttävät paljon inhimillistä pääomaa. Mainitsimme aiemmin Maailmanpankin jatkuvan tutkimusohjelman nimeltä Ease of Doing Business. Ruotsin hallitus on pyytänyt tutkimusohjelmasta vastaavaa Maailmanpankin työryhmää tekemään yksityiskohtaisen selvityksen Ruotsin yritys ympäristöstä ja sijoitusilmapiiristä. Vastavanlainen aloite Suomen hallituksen taholta voisi tarjota hedelmällisen lähtökohdan politiikalle, joka parantaa Suomen houkuttelevuutta investointikohteena.
2. *Pitkän aikavälin suunnitelman laatiminen valtion omistuksen vähentämiseksi* Suomen talouselämässä. Mielestämme valtion merkittävä osuus yritys sektorilla on este Suomen talouden dynaamiselle kehitykselle. Olemme myös osoittaneet, että valtion omistus voi keskipitkällä aikavälillä hidastaa talouden rakenteiden uudistamista Suomessa. Alan kirjallisuus tukee näkemystämme yksimielisesti. On selvää, että pitkän aikavälin suunnitelma on tehtävä huolellisesti. Emme suosittele äkillistä valtion omistusten myyntiä, vaan verraten tasaista siirtymää kohti normaalitilaa. Lähitulevaisuuden kannalta voitaisiin ajatella, että tällainen pitkän aikavälin suunnitelma voisi tuoda selkeästi ilmi sen, että valtionomistus on "osa ongelmaa eikä osa ratkaisua". Tämä voi auttaa hallitusta valitsemaan vaihtoehtoisia tapoja talouden rakenteiden uudistamisessa sen sijaan, että valtion omistusten kasvattamista pidettäisiin yhtenä vaihtoehtona keinovalikoimassa.
3. *Osuuskuntien tukeminen yritysmuodon muuttamiseksi* esimerkiksi osakeyhtiöksi. Olemme käsitelleet osuuskuntiin liittyviä ongelmia ja esittäneet, että osuuskuntien vahva asema Suomen taloudessa tuo mukanaan haasteita talouden rakenteiden uudistamisessa. Emme pidä hyvänä osuuskuntien pakottamista yritysmuodon vaihtamiseen. Sen sijaan hallitus voisi helpottaa muutoksia, joita osuuskuntien on tehtävä, kun ne kohtaavat ongelmia tai kun ne itse kiinnostuvat yritysmuodon muuttamisesta.

4. *Institutionaalisen omistuksen aiheuttamien pörssiyhtiöiden määräysvaltaan liittyvien ongelmien ratkaiseminen.* Olemme käsitelleet yksityiskohtaisesti määräysvallan puutumista yrityksissä, joissa on merkittävä institutionaalinen omistusosuus. Olemme myös hahmotelleet kolme tapaa näiden ongelmien helpottamiseksi. Ensinnäkin yhtiöissä aktiivisesti mukana olevien omistajien asemaa pitäisi vahvistaa. Toiseksi yhtiön johdon ja varsinaisen yhtiökokouksen välistä valtasapainoa pitäisi tarkistaa, jotta johdolla olisi tukevampi perusta pitkän aikavälin suunnittelulle. Kolmanneksi on tarkasteltava keinoja, joilla pääomarahastoja voidaan rohkaista osallistumaan suomalaisten pörssiyhtiöiden uudistamiseen aiempaa laajemmin.
5. *Osakemarkkinoiden kiinnostavuuden lisääminen sekä investoijille että yrityksille.* Olemme monessa kohdin tässä raportissa tuoneet esille, että toimiva määräysvaltasysteemi edellyttää hyvin toimivia osakemarkkinoita. Nykyinen verojärjestelmä on osasyynä Helsingin pörssin näivettyneeseen tilaan. Verotus- ja eläkepolitiikan muutoksilla voitaisiin merkittävästi hyödyttää Suomen osakemarkkinoita. Ruotsin kokemukset osoittavat, että kotitalouksille suunnatut kannustimet osallistumiseen osakemarkkinoille lisäävät markkinoiden likviditeettiä ja vankistavat myös markkinoiden asemaa osana kansantaloutta.

## LÄHTEET

- Ali-Yrkkö, J., Pajarinen, M., Rouvinen, P. & Ylä-Anttila, P. (2007): "Suomalaiset perheyrietykset ja globa-lisaatio", ETLA discussion paper No. 1080.
- Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003): "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance* 58:3.
- Barca, F. & Becht, M. (2001): eds. "The Control of Corporate Europe" Oxford University Press.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932): "The Modern Corporation and Private Property", 2nd Edition, Harcourt, Brace and World, 1967.
- Burkart, M. & Lee, S. (2008): "One share, one vote". *Review of Finance* (2008) vol. 12
- Carlin, W. & Mayer, C. (2000): "How do Financial Systems Affect Economic Performance" in X Vives Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspective, Cambridge University Press.
- Dewenter, K.L. & Malatesta, P.H. (2001): "State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity", *American Economic Review* 91:1.
- Faccio, M. & Lang, L.H.P (2002): "The Ultimate Ownership in Western European Corporations" *Journal of Financial Economics* 2002. 65:3.
- Gilson, R. (2006): "Controlling Shareholders and Corporate Governance; Complicating the Comparative Taxonomy" *Harvard Law Review* vol. 119 nr. 6.
- Goldeng, E., Grunfeld, L.A. & Benito, G. R.G. (2008): "The Performance Differential between Private and State Owned Enrerprises", *Journal of Management Studies*.
- Haldane, A.G. (2011): "The Short Long" Speech by Mr Andrew Haldane, Executive Director, Financial Stability, and Mr Richard Davies, Economist, financial Institutions Division Bank of England at the29th Société Universitaire Européene de Recherche Financières Colloquium, Brussels, 11 May 2011.
- Hansman, H. & Kraakman, R. (2004): "The End of History for Corporate Law" in Gordon I.J.N. & Roe M.J. eds. *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge University Press.
- Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2008): "Globaliseringen och den svenska ägarmodellen" Underlags-rapport nr 19 till Globaliseringsrådet.
- Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2011): "The Swedish Corporate Control Model, Convergence, Persistence or Decline?" *Corporate Governance, an International Review*.
- Hietala, P. (1989): "Asset pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Market", *Journal of Finance*, vol. 44:3.
- Hirschman, A.O. (1970): "Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States", Harvard University Press.
- Holmén, M. & Högfeldt, P. (2004): "A law and finance analysis of initial public offerings", *Journal of Financial Intermediation*, 13:3.
- Holmström, B. (1999): "The future of cooperatives; A corporate perspective." *Finnish Journal of Business Economics*, 48:4.
- Hyytinen, A., Kuosa, I. & Takalo, T. (2003): "Law or Finance: Evidence from Finland" *European Journal of Law and Economics*, vol. 16.
- Ihamuotila, M. (1994): "Corporate ownership, capital structure and investment", doctoral dissertation, Helsinki School of Economics and Business Administration.
- Jakobsson, U. & Wiberg, D. (2014): "Vem skall styra de svenska företagen ?", *Svenskt Näringsliv*.
- Jensen, M. (1989): "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, September-October.

- Jones, D.C. & Kalmi, P. (2009): "Trust, inequality and the size of the co-operative sector: Cross-country evidence", *Annals of Public and Cooperative Economics* 80:2.
- Kasanen, E., Kinnunen, J. & Niskanen, J. (1996): "Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland", *Journal of Accounting and Economics*, 22:1-3.
- Kay, J. (2013): "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision making", House of Commons Business, Innovation and Skills Committee.
- Keloharju, M., Knüpfer, S. & Rantapuska, E. (2012): "Mutual Fund and Share Ownership in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, 61:2.
- Korkeamäki, T. & Koskinen, Y. (2009): "Hyvät pahat pörssiyhtiöt?", Hanken School of Economics Research Report No. 67.
- Korkeamäki, T., Liljeblom, E. & Pasternack, D. (2010): "Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 16.
- Korkeamäki, T., Rainio, E. & Takalo, T. (2013): "Reforming corporate law in an emerging market: The case of Finland in the 1970s", *Economics of Transition*, vol. 21(3).
- Korkeamäki, T.P. & Smythe, T.I. (2004): "Effects of Market Segmentation and Bank Concentration on Mutual Fund Expenses and Returns: Evidence from Finland", *European Financial Management*, 10:3.
- Kuisma, M. (2000): "Murtuva pankkivalta: KOP:n verkostot 1980-luvulla", *Historiallisia Papereita* 6.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 1997. 54:2.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Schleifer, A. (1999): "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, vol. 54, nr. 3.
- Lantto, R. (1990): "Pörssiyhtiöiden omistus 1990", Startel Oy.
- Maury, B. & Pajuste, A. (2011): "Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications", *Managerial & Decision Economics*, 32:6.
- Mayer, C. (1990): "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development" in Hubbard, R.G., et al. (eds) "Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment", University of Chicago Press.
- Mc Connell, J.J. & Servaes, H. (1990): "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics* 1990, 27:2.
- Miguel, A., Pindado, J. & de la Torre, D. (2004): "Ownership Structure and Firm Value. New Evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, 2004 25:12.
- Morck, R. Schleifer, A. & Vishny, R. (1988): "Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 1998. 20 :2.
- Nenova, T. (2003): "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics* 68:3.
- Nilsson, J. (2001): "Farmer co-operatives: Organizational models and their business environment". In Birchall, J. (Ed.) *The New Mutualism in Public Policy*, Routledge.
- Pajarinen, M., Rouvinen, P. & Ylä-Anttila, P. (2011): "Omistajuuden vaikutus suomalaisen työllisyyden kasvuun ja pysyvyyteen", ETLA discussion paper No. 1242.
- Pajarinen, M. & Ylä-Anttila, P. (2006): "Omistajuus ja yritysten menestyminen: Analyysia suomalaisella aineistolla", ETLA discussion paper No. 1007.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (1997): "European patterns of corporate ownership: A twelve-country study", *Journal of International Business Studies*, 28:4.
- Pindado, J. & de la Torre, C. (2006): "The role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure; Empirical Evidence from Spain", *European Financial Management*, 2006. 12:5.

- Pohjola, M. (1988): "Concentration of shareholder voting power in Finnish industrial companies", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 90.
- Puttonen, V. (2004): "Onko omistamisella väliä?", EVA Raportti, Taloustieto Oy.
- Rydqvist, K., Spizman, J. & Strebulaev, I. (2014): "Government policy and ownership of equity securities", *Journal of Financial Economics*, vol. 111.
- Rydqvist, K. (1992): "Dual class shares: A review", *Oxford Review of Economic Policy*, 8:3.
- Skurnik, S. & Egerstrom, L. (2007): "The Evolving Finnish Economic Model: How Cooperatives Serve as "Globalisation Insurance" Paper presented at the Canadian Association for the Study of Co-operation (CASC). The International Co-operative Alliance Research Committee (ICA). The Association of Cooperative Educators (ACE), University of Saskatchewan Saskatoon, Saskatchewan.
- Tourunen, K. (2009): "Perheyriitykset kansantalouden resurssina. Keski suurten ja suurten yritysten omistajuus, toiminnan laajuus ja kannattavuus Suomessa 2000–2005", dissertation, University of Jyväskylä.
- Troberg, P. (1992): "Recent Developments in Financial Reporting in Finland", *Advances in International Accounting*, vol. 5.
- Vaihekoski, M. (1997): "The Finnish Stock Market: Recent Trends and Important Events", *Finnish Journal of Business Economics*, 46:4.
- Vihriälä, V. (1997): "Banks and the Finnish Credit Cycle 1986-1995", *Bank of Finland Studies E:7*.
- Villalonga B. & Amit, R. (2006:) "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, 80:2.
- Väyrynen, R. (1999): "Globalisaatio ja yhteiskuntapolitiikka Suomessa", Suomen itsenäisyyden juhlarahasto.
- Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö, J. & Nyberg, M. (2004): "Foreign ownership in Finland – Boosting firm performance and changing corporate governance", ETLA discussion paper No. 904.



VALTIONEUVOSTON KANSLIA

SNELLMANINKATU 1, HELSINKI  
PL 23, 00023 VALTIONEUVOSTO  
p. 0295 16001  
f. 09 1602 2165  
[julkaisut@vnk.fi](mailto:julkaisut@vnk.fi)  
[www.vnk.fi/julkaisut](http://www.vnk.fi/julkaisut)

ISSN 2341-7161  
ISBN PDF 978-952-287-138-1